



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PISA  
DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E MANAGEMENT

Tesi di Laurea Magistrale in  
**Banca, Borsa e Assicurazioni**

**Informazioni privilegiate e obblighi di disclosure**

Relatore:

**Prof. Vincenzo Pinto**

Correlatore:

**Dott. Luca Della Tommasina**

Candidato:

**Ignazio Tranchida**

**Anno Accademico 20013-2014**

# Indice

|                          |          |
|--------------------------|----------|
| <b>Introduzione.....</b> | <b>3</b> |
|--------------------------|----------|

## **Capitolo I – L’evoluzione della fattispecie normativa sull’insider trading .... 6**

|  |    |
|--|----|
| 1.1. La ricerca dell’insider trading prima della legge n.157 del maggio 1991 ..... | 6  |
| 1.1.1. L’art 17 della legge n. 216 del 7 giugno 1974 .....                         | 6  |
| 1.1.2. L’art. 4, comma 5, della legge 23 marzo 1983, n. 77 .....                   | 9  |
| 1.2. La legge n. 157 del 17 maggio 1991 .....                                      | 10 |
| 1.2.1. La nozione di informazione riservata.....                                   | 13 |
| 1.2.2. Le sanzioni penali previste.....  | 14 |
| 1.2.3. La norma ed i suoi limiti .....   | 15 |
| 1.3. Le modifiche alla disciplina grazie all’entrata in vigore del TUF .....       | 16 |
| 1.4. La direttiva 2003/6/CE.....   | 19 |
| 1.5 Il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato .....                    | 22 |

## **Capitolo II – L’informazione societaria..... 24**

|   |    |
|---|----|
| 2.1. Ambito di applicazione e disposizioni generali .....                                   | 24 |
| 2.2. L’informazione continua, l’art. 114, comma 1, del TUF. ....                            | 27 |
| 2.2.1. Le modalità di comunicazione .....   | 29 |
| 2.2.2. La possibilità di ritardare la divulgazione delle informazioni.....                  | 30 |
| 2.2.3. La selective discosure .....   | 32 |
| 2.2.4. Abrogazione dell’obbligo di commentare i rumors di mercato .....                     | 34 |
| 2.3. Gli obblighi informativi stabiliti dall’art.114, comma 5 del TUF.....                  | 36 |
| 2.4. La disciplina dell’art. 115 del TUF, le comunicazioni a Consob.....                    | 39 |
| 2.5. Le sanzioni in caso di violazione degli obblighi informativi previsti dall’art.114 TUF | 40 |
| 2.6. La disciplina degli studi, delle ricerche e delle raccomandazioni .....                | 42 |

## **Capitolo III – L’informazione privilegiata ..... 45**

|  |    |
|--|----|
| 3.1. Definizione e generalità .....                | 45 |
| 3.2. La nozione di informazione privilegiata ..... | 46 |
| 3.2.1. La precisione .....                         | 49 |

|  |           |
|--|-----------|
| 3.2.2. Il carattere non pubblico dell'informazione .....   | 51        |
| 3.2.3. L'idoneità dell'informazione a influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari .....   | 53        |
| 3.2.4. La necessità che l'informazione riguardi direttamente o indirettamente uno o più emittenti strumenti finanziari o uno più strumenti finanziari..... | 55        |
| 3.3. L'informazione privilegiata nella disciplina della disclosure e dell'insider trading .....  | 56        |
| <b>Capitolo IV – L'abuso di informazioni privilegiate .....</b>  | <b>59</b> |
| 4.1. Gli abusi di mercato .....  | 59        |
| 4.1.1. Oggetto della fattispecie e ambito di applicazione della disciplina .....   | 61        |
| 4.1.2. Le cause di esenzione.....  | 63        |
| 4.2. Il reato di abuso di informazioni privilegiate .....  | 67        |
| 4.2.1. i soggetti attivi del reato: gli insiders primari e secondari .....   | 68        |
| 4.2.2. Le condotte vietate .....   | 71        |
| 4.3. Il trattamento sanzionatorio.....   | 76        |
| 4.4. I poteri della Consob sugli abusi di mercato .....  | 81        |
| 4.5. La responsabilità dell'ente per l'abuso di informazioni privilegiate.....   | 83        |
| 4.6. Le misure di prevenzione .....  | 85        |
| 4.6.1. Il registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate .....  | 85        |
| 4.6.2. L'internal dealing: le operazioni effettuate dai soggetti rilevanti .....   | 88        |
| 4.6.3. La segnalazione delle operazioni sospette .....   | 90        |
| <b>Conclusioni.....</b>  | <b>93</b> |
| <b>Bibliografia .....</b>  | <b>97</b> |

## Introduzione

L'*insider trading* è indicato in Italia con l'espressione "abuso di informazioni privilegiate" e rappresenta, insieme alla manipolazione del mercato, una delle principali pratiche di *market abuse*.

Con l'espressione abusi di mercato ci riferiamo a tutte le ipotesi in cui i risparmiatori, che hanno investito le proprie risorse nei mercati finanziari, si trovano a dover subire le conseguenze negative del comportamento di altri soggetti che utilizzano informazioni non accessibili al pubblico, hanno divulgato informazioni false o ingannevoli o hanno manipolato il meccanismo di determinazione del prezzo degli strumenti finanziari.

L'*insider trading* viene definito come la compravendita di strumenti finanziari da parte di un *insider*, cioè di una persona che in virtù della posizione che ricopre all'interno dell'emittente o in virtù della sua professione, funzione o ufficio, è a conoscenza di informazioni privilegiate e le utilizza per ottenere un profitto.

Le informazioni oggetto del reato di *insider trading* vengono definite "informazioni privilegiate" e devono essere specifiche, di contenuto determinato, non a disposizione del pubblico, concernenti gli strumenti finanziari ed, infine, atte ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari cui si riferiscono, se rese pubbliche.

L'*insider* utilizza le informazioni privilegiate, non ancora divulgate, per porre in essere operazioni su strumenti finanziari, anticipando la reazione del mercato che si verificherà soltanto quando queste informazioni saranno di pubblico dominio.

L'abuso di informazioni privilegiate porta ad inefficienze strutturali, allocative e valutative del mercato. La *ratio* che ne giustifica il divieto è individuata nell'integrità e nella regolarità di funzionamento del mercato, elementi ritenuti indispensabili per sostenere la fiducia dei risparmiatori.

Le condotte sanzionabili per l'abuso di informazioni privilegiate sono tre e sono riconducibili all'impiego di informazioni privilegiate nel compimento di operazioni su strumenti finanziari (c.d. *trading*), alla comunicazione a terzi

dell'informazione privilegiata al di fuori del normale esercizio del lavoro (c.d. *tipping*), e al raccomandare a terzi di porre in essere operazioni su strumenti finanziari senza rivelare loro le informazioni privilegiate possedute (c.d. *tuyautage*).

Il mercato finanziario ha un'efficacia allocativa che consente di fornire agli operatori i mezzi economici ad un costo più basso rispetto a quello che potrebbero ottenere attraverso altre forme di investimento. Questa efficacia allocativa si fonda sul presupposto che il mercato sia dotato anche di efficacia informativa, dove i prezzi degli strumenti finanziari sono in grado di riflettere tutte le informazioni disponibili<sup>1</sup>.

L'abuso di informazioni privilegiate incide proprio sull'efficienza informativa, poiché nel momento in cui un soggetto utilizza informazioni privilegiate che non sono pubbliche, viene lesa la trasparenza del mercato e la parità di accesso alle informazioni. In tal modo l'*insider* danneggia il mercato, poiché anticipa il movimento del prezzo dello strumento finanziario.

La direzione verso cui si è mosso il sistema, a partire dalla legge n. 157 del 17 maggio 1991 fino alla legge n. 62 del 18 aprile 2005, è stata quella di garantire l'efficienza informativa del mercato, nonostante vi siano ancora oggi orientamenti dottrinali che fanno affidamento sulla capacità del mercato di regolare da solo la diffusione delle informazioni, rispetto ad un sistema che ponga in essere dei meccanismi di diffusione obbligatoria delle stesse.

Obiettivo della presente indagine è quello di comprendere il fenomeno dell'*insider trading* e le ragioni che hanno portato il legislatore a disciplinarlo. Analizzeremo la disciplina della comunicazione al pubblico e le caratteristiche che deve possedere l'informazione per essere definita come privilegiata, ed infine, dopo aver esaminato le ipotesi di abuso di informazioni privilegiate contemplate all'interno dell'illecito penale, analizzeremo le misure di tutela repressiva e preventiva.

In particolare, nel Capitolo I, ci concentreremo sull'evoluzione normativa del reato di abuso di informazioni privilegiate, evidenziando i cambiamenti

---

<sup>1</sup> E.MACRÌ, *Informazioni privilegiate e disclosure*, Seconda ed., Giappichelli, Torino, 2009, p. 1-2.

susseguitisi e i relativi punti di forza e debolezza. Analizzeremo dettagliatamente la legge n.157 del 17 maggio 1991, che ha disciplinato per la prima volta il reato di abuso di informazioni privilegiate, le modifiche apportate con l'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza (d.lgs n. 58 del 24 febbraio 1998) e la Direttiva 2003/6/ CE, recepita con la legge n. 62 del 18 aprile 2005.

Nel Capitolo II, concentreremo la nostra l'attenzione sull'art. 114 del TUF, individuando gli obblighi di comunicazione continua ed episodica al pubblico e gli obblighi di comunicazione alla Consob. Inoltre ci soffermeremo dettagliatamente sulla disciplina del ritardo nella diffusione delle informazioni al pubblico e della *selective disclosure*.

Nel Capitolo III analizzeremo l'informazione privilegiata così come definita dall'art. 181 del TUF, esaminando le sue peculiarità quali: il carattere preciso, il fatto di non essere ancora stata resa pubblica, il riguardare direttamente o indirettamente uno o più strumenti finanziari, ovvero uno o più emittenti di questi strumenti finanziari, ed infine la sua attitudine, se resa pubblica, ad influire in maniera sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari.

Infine nel Capitolo IV , analizzeremo il reato di abuso di informazioni privilegiate, evidenziando le diverse tipologie di *insider*, le condotte che fanno insorgere l'illecito penale, le sanzioni previste e le nuove misure di prevenzione.

# Capitolo I – L’evoluzione della fattispecie normativa sull’insider trading

## 1.1. La ricerca dell’insider trading prima della legge n.157 del maggio 1991

### 1.1.1. L’art 17 della legge n. 216 del 7 giugno 1974

La mancanza di una disciplina *ad hoc* diretta a regolamentare il fenomeno dell’*insider trading*, ha indotto il legislatore a ricercare forme di tutela nelle leggi vigenti dell’epoca.

L’assenza di una disciplina specifica in materia non era giustificata in ragione della non configurabilità di condotte abusive ma da una mancanza di attenzione al fenomeno.

L’art. 17 della legge 7 giugno 1974 n. 216, fu indicato come il primo tentativo di regolare il fenomeno del c.d. *insider trading*, per la pubblicità che esso prescriveva riguardo alle operazioni su titoli compiute dagli *insiders* (primari o secondari) e per l’effetto dissuasivo che doveva ingenerare sugli stessi in ordine allo sfruttamento di informazioni privilegiate per la realizzazione di vantaggi speculativi<sup>2</sup>.

Ma tale articolo non regolamentava direttamente l’*insider trading*, in quanto prevedeva solo adempimenti informativi da parte di particolari soggetti.

La legge n. 216 del 7 giugno 1974, oltre ad introdurre la Commissione nazionale per la società e la borsa<sup>3</sup>, all’art. 17 stabiliva l’obbligo a carico degli amministratori, dei sindaci, e dei direttori generali di società per azioni quotate in borsa, di dichiarare per iscritto alla Consob ed alla società entro 30 giorni dalla

---

<sup>2</sup> R.NOBILO-M. VITALI, *La riforma delle società per azioni. Commento alle legge del 7 giugno 1974, n. 216 e ai decreti legislativi*, Giuffrè, Milano, 1975, p.448 ss., a p.490

<sup>3</sup> La Consob – Commissione nazionale per le società e la borsa – è un organo dotato di personalità giuridica di diritto pubblico e di autonomia organizzativa e funzionale, garante della trasparenza, efficienza del mercato e la tutela degli investitori.

data di accettazione della nomina o dalla data dell'acquisto, le partecipazioni dirette o indirette nella società stessa o in una società da questa controllata.

A tale obbligo, si aggiungeva quello di informare per iscritto la Consob, entro 15 giorni dalla fine di ciascun trimestre successivo alla prima comunicazione, delle ulteriori operazioni di acquisto e delle operazioni di vendita intervenute nel corso del trimestre, con specificazione del prezzo pagato o ricevuto.

La non ottemperanza agli obblighi sopra citati, veniva sanzionata penalmente, in maniera diversa in base alla gravità dell'offesa:

- nel caso di omessa comunicazione o ritardo della comunicazione superiore ai 30 giorni, reclusione fino a 3 mesi e ammenda da £. 2.000.000 a £. 40.000.000;
- nel caso di esecuzione della comunicazione con ritardo non superiore a 30 giorni, ammenda da £.1.000.000 a £.20.000.000;
- nel caso di falsità della dichiarazione, reclusione fino a 3 anni<sup>4</sup>.

Questa legge veniva considerata il primo tentativo di regolare il fenomeno dell'*insider trading* in quanto lo scopo era quello di dissuadere i soggetti in possesso di informazioni privilegiate dallo sfruttamento delle stesse per vantaggi speculativi.

Tale legge non ha raggiunto l'obiettivo di reprimere il fenomeno dell'*insider trading* poiché una volta effettuata la comunicazione sulle partecipazioni possedute, gli *insider* potevano lo stesso utilizzare le informazioni riservate, inoltre la società poteva non conoscere la partecipazione azionaria dei propri *insider* dato che la prima comunicazione doveva essere indirizzata alla Consob e alla società, mentre le successive comunicazioni trimestrali erano dirette soltanto alla Consob.

Per colmare tali lacune, la Consob ha imposto con delibera n.1424-*bis* del 26 gennaio 1984 che, per le dichiarazioni iniziali e per quelle successive a cadenza trimestrale, tali soggetti dovevano indicare tramite apposito modello il tipo di azione, la finalità del possesso, il genere di operazione effettuata, e le quantità

---

<sup>4</sup> A.BARTALENA, *L'abuso di informazioni privilegiate*, Giuffrè, Milano, 1989, p. 40-42



possedute prima e dopo l'acquisto della partecipazione, specificando per ciascuna di esse il prezzo unitario e la data di acquisto o vendita, estendendo l'invio di tale comunicazione anche alla società partecipata.

Si può quindi affermare che tale norma non sia finalizzata alla prevenzione dell'*insider trading*, ma abbia come funzione solo quella di conoscere le posizioni di potere assunte dagli *insiders* e di controllare ogni possibile tentativo di scalata all'interno dello stesso gruppo di comando<sup>5</sup>.

Successivamente, in sede di attuazione di una delega stabilita all'art. 2 della legge 216/1974, venne introdotta la disposizione contenuta nell'art. 15 del D.P.R. 31/03/1975, n.136, disposizione molto più specifica, che va a contrastare comportamenti di utilizzazione e divulgazione di notizie, avendo riguardo però soltanto nei confronti dei soggetti appartenenti alla società di revisione.

Tale norma stabiliva che: *«gli amministratori e i dipendenti della società di revisione che si servono, a profitto proprio o altrui, di notizie avute a causa della loro attività, relative alla società assoggettata a revisione, sono puniti con la reclusione da 6 mesi a 2 anni e con la multa da £. 800.000 a £. 8.000.000. Se comunicano notizie avute a causa della loro attività, senza giustificato motivo, relative alla società assoggettata a revisione, sono puniti, se dal fatto può derivare pregiudizio alla società stessa, con la reclusione fino ad un anno. Tali delitti sono punibili a querela della società cui si riferiscono le notizie utilizzate o comunicate<sup>6</sup>»*.

---

<sup>5</sup> P.L.CARBONE, *Tutela civile del mercato e insider trading. Profili di comparazione*, Cedam, Padova, 1993, p. 132.

<sup>6</sup> M.CAMPANELLI, *Insider Trading*, Pirola Editore, Milano, 1991, p. 100.

### 1.1.2. L'art. 4, comma 5, della legge 23 marzo 1983, n. 77

Le considerazioni fatte sull'art. 17 della legge 216/1974 hanno evidenziato la scarsa utilità della norma nel regolamentare il fenomeno dell'*insider trading*.

Intervento successivo a tale legge fu l'art. 4, comma 5, della legge 23 marzo 1983 n. 77, la quale oltre ad istituire i fondi comuni di investimento mobiliare<sup>7</sup>, vietava alla società gerente di effettuare investimenti in titoli emessi da società o enti dei cui organi facevano parte gli amministratori della società di gestione.

Questo era un divieto assoluto, penalmente sanzionato dall'art 10, comma 4, con la reclusione fino ad un anno e l'ammenda da £. 3.000.000 a £. 5.000.000.

Il presupposto dell'operatività del divieto era la comunanza fra gli organi della società di gestione del fondo comune e della società o ente che emetteva i titoli: gli amministratori della prima qualora erano anche amministratori o sindaci di altra società od ente, i titoli di quest'ultima non potevano entrare a far parte del patrimonio del fondo.

Quindi il profitto derivante dalla non ottemperanza della norma non rientrava come vantaggio personale degli amministratori della società di gestione del fondo, bensì del fondo stesso e quindi in ultima istanza a beneficio dei sottoscrittori delle quote del fondo.

La norma, così formulata, si prestava a reprimere alcune ipotesi di sfruttamento di informazioni privilegiate ma tale finalità risultava secondaria.

La vera *ratio* della norma invece doveva essere ricercata nell'intento di evitare che gli amministratori o i sindaci di una società si servissero del fondo comune gestito da altra società di cui sono amministratori per sostenere i titoli della prima<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> I fondi comuni di investimento rientrano nella categoria degli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) e sono veicoli di investimento che svolgono la funzione di riunire le risorse finanziarie di una pluralità di risparmiatori in un unico patrimonio indifferenziato che viene investito in attività finanziarie.

<sup>8</sup> A.BARTALENA, (nt. 4), p. 52-54

## 1.2. La legge n. 157 del 17 maggio 1991

Il primo intervento normativo che individua e sanziona il reato dell'*insider trading* è la legge 157/1991, in attuazione alla Direttiva 89/592/CEE del 13 novembre 1989.

Successivamente la disciplina dei reati di *insider trading* e agiotaggio venne disciplinata dal Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria (*breviter* TUF) o d.lgs. n. 58/1998, e dalla legge n. 62 del 18 aprile 2005 o Legge Comunitaria 2004 che ha recepito la direttiva sul *market abuse* con le relative norme di attuazione.

La Direttiva 89/592/CEE aveva come obiettivi l'armonizzazione a livello europeo della disciplina sugli abusi di mercato e di tutela del mercato borsistico.

La Direttiva imponeva agli Stati membri l'adozione di misure sufficientemente dissuasive per contrastare il fenomeno dello sfruttamento in borsa di informazioni privilegiate, demandando ai singoli Stati membri la scelta delle sanzioni da applicare.

Si rese anche necessario introdurre norme che disciplinassero l'informazione continua, in modo da prevenire possibili reati di *insider trading*.

Il bene giuridico oggetto di tutela era stato individuato dal legislatore italiano nella trasparenza e nella *par condicio*, ossia nella parità di accesso tra gli operatori alle informazioni.

Il modello punitivo era incentrato sull'obbligo assoluto di astensione dall'operare quando si entrava in possesso di un'informazione privilegiata (c.d. *disclose or abstain rule*), quindi sia l'*insider* primario che secondario, in possesso di informazioni privilegiate dovevano astenersi dal compiere operazioni su valori mobiliari<sup>9</sup>, indipendentemente da qualsiasi nesso causale tra disponibilità della notizia e tipo di transazione eseguita, a differenza di quanto stabilito dalla

---

<sup>9</sup> L'art. 1 della legge n.157/1991 individuava la nozione di valore mobiliare. La nozione ricomprendeva tutti i valori mobiliari ammessi alla negoziazione sui mercati regolamentati italiani o di altri paesi della comunità europea.

Direttiva 89/592/CEE che considerava solo lo sfruttamento delle informazioni riservate<sup>10</sup>.

Tale impostazione venne fortemente criticata dalla giurisprudenza e dalla dottrina poiché il divieto assoluto di operare consentiva di punire senza l'accertamento dell'effettivo utilizzo dell'informazione, oltre al fatto che insider primario e secondario venivano equiparati sul piano delle condotte illecite<sup>11</sup>.

La legge n. 157/1991 oltre a disciplinare per la prima volta in modo specifico l'abuso di «informazioni riservate», aventi il carattere della *price sensitivity*, introduceva anche il reato di aggrataggio per chi diffondeva notizie false o realizzava altri artifici idonei a influenzare sensibilmente il corso dei titoli azionari, allo scopo di garantire i risparmiatori circa l'integrità ed il corretto funzionamento del mercato mobiliare.<sup>12</sup>

L'informazione riservata veniva definita come «*un' informazione specifica di contenuto determinato, che non sia stata resa pubblica, concernente uno o più emittenti di valori mobiliari ovvero uno o più valori mobiliari e che, se resa pubblica, sarebbe idonea ad influenzarne sensibilmente il prezzo*».

La strada prescelta dal legislatore italiano è stata quella della repressione penale del fenomeno, individuando e sanzionando cinque diverse fattispecie di *insider trading* all'art 2 della legge 157/1991, reati che secondo tale legge appartengono a due categorie di soggetti, *insider* primari ed *insider* secondari.

Gli *insider* primari erano definiti come i detentori di informazioni riservate in virtù della loro partecipazione al capitale della società, in ragione dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, professione o ufficio, nonché gli azionisti di controllo in base all'art. 2359 del Codice Civile<sup>13</sup>.

---

<sup>10</sup> F.MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Giuffrè, Milano, 1995, p. 61.

<sup>11</sup> D.CERQUA, (a cura di), *Diritto penale delle società*, Tomo I, Cedam, Padova, 2009, p. 801.

<sup>12</sup> M.C.QUIRICI, *Tratti evolutivi della disciplina in tema di abusi di mercato alla luce del recente recepimento della direttiva 2003/6/CE*, in Studi e Note di Economia, 2006, 2, p. 107.

<sup>13</sup> Ai sensi dell'art. 2359 del Codice Civile sono considerate controllate: 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria; 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria; 3) le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.

Gli *insider* secondari o *tippees* erano definiti come coloro che avessero direttamente o indirettamente ottenuto informazioni da soggetti esercitanti una funzione, professione o ufficio all'interno della società dove si voleva svolgere attività di *trading*.

Le fattispecie di reato di *insider trading* individuate e sanzionate dalla n. 157 del 17 maggio 1991 erano cinque:

- 1) *Utilizzazione di informazione riservata*: era punito chiunque acquistava, vendeva o compiva altre operazioni, anche per interposta persona, sui valori mobiliari, compresi i diritti di opzione. Tale divieto riguardava l'*insider* primario;
- 2) *Divulgazione di informazioni riservate*: era punito chi comunicava a terzi senza giustificato motivo<sup>14</sup> le informazioni riservate (divieto di *tipping*), e di consigliare agli stessi, sulla base di tali informazioni, il compimento di operazioni su valori mobiliari (divieto di *tuyautage*). Tale reato quindi riguardava sempre l'*insider* primario, a prescindere dall'eventuale attività di *trading* da parte dell'*insider* secondario;
- 3) *Utilizzazione di informazioni riservate da parte di particolari soggetti*: era vietato agli azionisti, agli amministratori, ai liquidatori, ai direttori generali, ai sindaci e ai revisori dei conti di acquistare, vendere o compiere altre operazioni, anche per interposta persona, dopo la convocazione del consiglio di amministrazione, in vista di delibere su operazioni idonee ad influenzare sensibilmente il prezzo dei valori mobiliari;
- 4) *Utilizzazione ministeriale di informazioni riservate*: era vietato anche ai Ministri ed i Sottosegretari di Stato acquistare, vendere o compiere altre operazioni, anche per interposta persona, in vista della convocazione del Consiglio dei Ministri o del Comitato Interministeriale incaricato di adottare delibere aventi ad oggetto provvedimenti idonei ad influenzare il prezzo dei valori mobiliari;

---

<sup>14</sup> La divulgazione dell'informazione riservata non era punita penalmente qualora veniva diffusa per un giustificato motivo quali: motivi professionali attinenti alla gestione della società o alla necessità di comunicarla a terzi in conseguenza a consulenze o valutazioni relative alla società.

5) *Utilizzazione secondaria di informazioni riservate*: erano vietate anche all'insider secondario (*tippee*) l'acquisto, la vendita o il compimento di altre operazioni, anche per interposta persona, su valori mobiliari come anche il *tipping* ed il *tuyautage*<sup>15</sup>.

### *1.2.1. La nozione di informazione riservata*

Tutte le fattispecie penali viste precedentemente, presentavano un nucleo fondamentale costituito dalla definizione di informazione riservata, che veniva definita all'art. 3 della legge n. 157/1991 come una informazione specifica di contenuto determinato, che non era stata resa pubblica, concernente uno o più emittenti valori mobiliari ovvero uno o più valori mobiliari, e che se resa pubblica, sarebbe stata idonea ad influenzare il prezzo dei valori mobiliari.

Il primo requisito dell'informazione riservata riguardava la specificità ed il suo contenuto determinato, e quindi, più che il tipo di informazione, era il grado di concretezza a qualificare l'informazione come riservata. Il contenuto delle informazioni non doveva essere generico né riguardare semplici voci od indiscrezioni, bensì doveva essere determinato ed idoneo ad influire sull'andamento del corso dei titoli<sup>16</sup>.

Il secondo requisito, invece, era l'idoneità ad influenzare il prezzo del valore mobiliare. Non si richiedeva una effettiva alterazione del prezzo, ma solo l'attitudine a provocarla. Questa considerazione doveva essere fatta *ex ante*: il giudice, in sede di accertamento dell'illecito, doveva valutare se quell'informazione sarebbe stata in grado di comportare una sensibile alterazione del prezzo.

Altro requisito era quello del non essere stata ancora resa pubblica, il quale permetteva di individuare il momento a partire dal quale i comportamenti erano vietati o meno. Tale requisito sembra riferirsi al momento in cui l'informazione

---

<sup>15</sup> M.C.Q (nt. 12), p. 108; E.MUSCO, *I reati di Insider Trading*, in *Rivista penale dell'economia*, 1993, p. 376-377.

<sup>16</sup> A.BARTULLI-M.ROMANO, *Sulla disciplina penale dell'insider trading*, (Legge 17 maggio 1991, n° 157), in *Giurisprudenza Commerciale*, 1992, p. 669-670.

era accessibile alla generalità degli investitori, e non tanto al momento formale della divulgazione dell'informazione o della ricezione da parte del pubblico<sup>17</sup>.

### *1.2.2. Le sanzioni penali previste*

In definitiva, l'abuso di informazioni riservate si traduceva in un obbligo di astensione sia dall'utilizzo che dalla divulgazione delle stesse per chiunque ne fosse in possesso, sia *insider* primari che *insider* secondari, mentre non si richiedeva per la configurazione dell'illecito il loro sfruttamento<sup>18</sup>.

La violazione delle disposizioni di cui all'art. 2, era punita penalmente con la reclusione fino ad un anno e con la multa da lire 10 milioni a lire 300 milioni.

Il giudice poteva aumentare la multa fino al triplo quando, per rilevante gravità del fatto, la multa stessa era inadeguata anche se applicata al massimo.

Tali pene erano raddoppiate se il reato veniva commesso dagli azionisti di controllo, dagli amministratori, dai liquidatori, dai dirigenti, dai sindaci o dai revisori dei conti, dopo la convocazione del consiglio di amministrazione o organo equivalente, per deliberare su operazioni idonee a influenzare sensibilmente il prezzo del valore mobiliare e prima che tale deliberazione veniva resa pubblica.

Le stesse pene erano raddoppiate se il reato veniva commesso dai Ministri e Sottosegretari di Stato dopo la convocazione del Consiglio dei Ministri o di un Comitato Interministeriale per l'adozione di provvedimenti idonei ad influenzare sensibilmente i corsi dei titoli, e prima che questi provvedimenti venissero resi pubblici.

Si applicavano in aggiunta le pene accessorie di cui agli artt. 28, 30, 32-*bis*, primo comma, e 32-*ter*<sup>19</sup> del codice penale per una durata non inferiore a 6 mesi e non superiore a 2 anni, e la condanna doveva essere pubblicata su almeno due quotidiani.

---

<sup>17</sup> E.MUSCO, (nt. 15), p. 379

<sup>18</sup> M.C.Q (nt. 12), p. 108.

<sup>19</sup> Le pene accessorie riguardavano rispettivamente: l'interdizione dai pubblici uffici, l'interdizione professionale e da altre determinate attività, l'interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese e l'incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione.

### 1.2.3. La norma ed i suoi limiti

La legge n.157/1991 conteneva sia profili repressivi, attraverso la previsione del reato di abuso di informazioni riservate, sia profili di prevenzione introducendo una disciplina sull'informazione societaria continua e prevedendo obblighi di registrazione delle operazioni compiute sui mercati regolamentati e obblighi di comunicazione delle operazioni su titoli quotati compiute al di fuori dei mercati regolamentati.

La disciplina prevista da tale legge risultava comunque inadeguata e insufficiente per la repressione del fenomeno sull'*insider trading*, sia per l'eccessiva estensione e indeterminatezza delle fattispecie di reato e soggetti destinatari, sia per le sanzioni previste.

Per quanto riguarda la prima criticità, la norma prevedeva nei confronti di chiunque si trovasse in una posizione di privilegio informativo, un obbligo di astensione dall'utilizzazione della notizia, dal comunicare a terzi la notizia (*tipping*) e dal suggerimento a terzi dell'operazione da compiere non svelando la notizia (*tayantage*).

Tutto ciò, se da un lato realizzava una semplificazione nell'individuazione dell'illecito, dall'altro ampliava l'area dell'intervento repressivo realizzando un'ingiusta equiparazione di casi e situazioni diversi, estendendo l'intera gamma dei divieti gravanti sia sugli *insider* primari anche sugli *insider* secondari<sup>20</sup>.

Le criticità del sistema sanzionatorio riguardavano una modesta pena detentiva poiché il limite massimo previsto era un anno di reclusione ed una pena pecuniaria che non teneva conto del profitto realizzato dall'*insider* quando invece sembrerebbe logico che un reato a fini di lucro dovrebbe essere punito in base al patrimonio illecitamente guadagnato. Inoltre la maggiorazione risultante dalla "rilevante gravità" non teneva conto del profitto illecitamente guadagnato<sup>21</sup>.

---

<sup>20</sup> N.LINCIANO-A.MACCHIATI, *Insider trading. Una regolazione difficile*, Il Mulino, Bologna, 2002, p.101-102

<sup>21</sup> M.C.QUIRICI, (nt. 12), p. 110



### 1.3. Le modifiche alla disciplina grazie all'entrata in vigore del TUF

Le lacune individuate nella legge n.157/1991 hanno indotto il legislatore ad una riformulazione della disciplina in tema di *insider trading*, attuata in occasione del riordino delle disposizioni in materia finanziaria operata dal Testo Unico della Finanza (d.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998).

Il reato di *insider trading* venne disciplinato congiuntamente all'aggiotaggio su strumenti finanziari dagli artt. 180-187 nei quali erano contenute le formulazioni delle fattispecie.

Una prima novità introdotta dal TUF è stata l'utilizzo della nozione di "informazione privilegiata" e non più quella di "informazione riservata".

Questo cambiamento nasce dal fatto che la condotta scorretta dell'*insider* non deriva più dall'aver violato la sfera di riservatezza dell'informazione, quanto piuttosto dalla posizione di privilegio che la conoscenza anticipata dell'informazione assicurava all'*insider*, rispetto alla generalità degli operatori, consentendogli di prevedere le future quotazioni dei prezzi degli strumenti finanziari e di speculare sulle stesse<sup>22</sup>.

L'informazione privilegiata era definita all'art 180, comma 3, del TUF come: *«un'informazione specifica di contenuto determinato, di cui il pubblico non dispone, concernente strumenti finanziari o emittenti strumenti finanziari, che, se resa pubblica, sarebbe idonea ad influenzarne sensibilmente il prezzo»*.

La nuova definizione non si discosta molto dalla precedente, salvo che per minime differenze lessicali quali il passaggio da "informazione che non è stata resa pubblica" a "informazione [...] di cui il pubblico non dispone".

In base a quest'ultima caratteristica dell'informazioni, il legislatore voleva evidenziare che l'acquisto del carattere privilegiato dipendeva dall'accessibilità dell'informazione al pubblico e non tanto dall'adempimento di specifici obblighi pubblicitari<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> E.MUSCO, (nt 15), p. 378.

<sup>23</sup> C.RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria: commento al d.lgs. n.58 del 24 febbraio 1998*, Giuffrè, Milano, 1998, p. 991.

Sembrerebbe dunque plausibile ritenere che, accanto alle modalità di diffusione della notizia indicate dalle norme regolamentari dettate dalla Consob, possano coesistere canali alternativi che abbiano la capacità di far conoscere al mercato le informazioni<sup>24</sup>.

Norma cardine del reato di abuso di informazioni privilegiate era l'art 180 TUF che, rispetto alla legge 157/1991, individua e sanziona 3 fattispecie di reato contro le 5 della vecchia legge:

- 1) *Utilizzazione di informazioni privilegiate*: reato tipico dell'*insider* primario, nel quale è richiesto un collegamento tra conoscenza della notizia *price sensitive* e il suo utilizzo, non rilevando se l'*insider* ne abbia o meno ricavato un profitto;
- 2) *Divulgazione di informazioni privilegiate*: altro reato che riguarda gli *insiders* primari che comunicano senza giustificato motivo la notizia (*tipping*), oppure consigliano terzi in base alla conoscenza della notizia, pur non rilevandola, di compiere operazioni su strumenti finanziari (*tuyuatage*);
- 3) *Utilizzazione secondaria di informazione privilegiata*: reato che vede protagonista l'*insider* secondario, ma diversamente dalla legge 157/1991, essi sono puniti soltanto per aver svolto attività di *trading*, e non più per la comunicazione della notizia senza giustificato motivo (*tipping*) e nemmeno per il consiglio a terzi di compiere operazioni su strumenti finanziari senza svelare la notizia (*tuyautage*)<sup>25</sup>.

La norma poneva l'accento sulla modalità di acquisizione dell'informazione, individuando gli *insider* primari come coloro che erano in possesso di informazioni privilegiate in ragione della partecipazione al capitale dell'emittente, oppure in ragione dell'esercizio di una funzione, una professione o un ufficio.

L'espressione "in ragione" demarcava in maniera più decisa il nesso di causalità tra funzione ricoperta dal soggetto e conseguimento del vantaggio informativo,

---

<sup>24</sup> N.LINCIANO-A.MACCHIATI (nt. 20), p. 136.

<sup>25</sup> M.C.QUIRICI, (nt. 12), p. 112.

escludendo quindi l'acquisizione puramente fortuita ed occasionale<sup>26</sup>. In merito all'*insider azionista* poi, non vi era alcuna limitazione in rapporto alla partecipazione posseduta.

La categoria degli *insider* secondari venne ampliata rispetto alla legge n.157 del 17 maggio 1991, definendoli come tutti i soggetti che ricevono direttamente o indirettamente una informazione privilegiata da un *insider* primario, facendo così rientrare rispetto alla definizione precedente, anche le informazioni trasmesse dai soci. Essi non erano più puniti per aver svolto *tipping e tayuatage*, ma solo per la condotta di *trading*.

Con l'introduzione del Testo Unico della Finanza, il regime sanzionatorio previsto per l'abuso di informazioni privilegiate risulta notevolmente inasprito rispetto alla legge 157/1991, con il raddoppio sia della pena detentiva (reclusione fino a 2 anni), sia della pena pecuniaria (multa da 20 a 600 milioni di lire), aumentabili sino al triplo nei casi essa risultava inadeguata se applicata al massimo.

Tale aumento non era più però da considerarsi in base alla "rilevante gravità del fatto" (legge 157/1991), ma dipendeva da 3 criteri:

- 1) rilevante offensività del reato;
- 2) qualità personali del soggetto colpevole del reato;
- 3) entità del profitto guadagnato illecitamente.

In prospettiva di un efficace ruolo deterrente, oltre la conferma delle pene accessorie come nella legge 157/1991<sup>27</sup>, è da sottolineare l'introduzione con il d.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 della confisca dei mezzi, anche finanziari, utilizzati per commettere il reato e dei profitti guadagnati, salvo che essi non appartengano a persone estranee al reato.

---

<sup>26</sup> V.NAPOLEONI (rel), *Le novità introdotte dal testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari. In particolare: la disciplina penalistica in materia di insider trading e di manipolazione del mercato mobiliare*, Incontro di studio sul tema: "I bilanci delle imprese", Frascati, 2-4 aprile 1998, p. 3.

<sup>27</sup> L'art 182 del TUF, prevedeva una serie di pene accessorie da applicare a chi fosse condannato per i reati di abuso di informazione privilegiata o agiotaggio su strumenti finanziari. L'elenco comprendeva: interdizione dai pubblici uffici (art. 28 c.p.), interdizione da una professione o da un'arte (art. 30 c.p.), interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese (art. 32-bis c.p.), incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione (art. 32-ter c.p.) per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni, oltre alla pubblicazione della sentenza su almeno due quotidiani, di cui uno economico a diffusione nazionale.

I poteri esercitabili dalla Consob nella fase di accertamento delle ipotesi di reato erano più contenuti rispetto a quelle delle stesse autorità estere: la Consob poteva effettuare ispezioni e richiedere dati, notizie e documenti solo presso i soggetti vigilati, ma non poteva disporre il sequestro di documenti nè poteva ricorrere a provvedimenti conservativi<sup>28</sup>.

La riforma compiuta dal TUF, pur colmando le lacune individuate dalla legge n. 157/1991, non ha raggiunto gli effetti sperati soprattutto da un punto di vista repressivo in quanto la Consob non disponeva di adeguati poteri investigativi.

#### **1.4. La direttiva 2003/6/CE**

La direttiva *Market Abuse* (Direttiva 2003/6/CE) è nata per colmare le lacune esistenti in tema di abusi di mercato.

La disciplina previgente risultava molto disomogenea ed incompleta, con un diverso trattamento tra i vari Stati membri e con l'assenza in taluni paesi di una disciplina sugli abusi di mercato<sup>29</sup>.

Ciò costituiva non solo fonte di incertezze per gli operatori economici che a vario titolo intervenivano sui mercati finanziari, ma dava la possibilità di utilizzare dette carenze a scopi illeciti, compromettendo la fiducia del pubblico e pregiudicando quindi il regolare funzionamento di detti mercati in un contesto sempre più globalizzato e complesso<sup>30</sup>.

La Direttiva 2003/6/CE ha come finalità: l'armonizzazione delle diverse normative nazionali relative agli abusi di mercato, intendendo con ciò sia l'abuso di informazioni privilegiate che la manipolazione del mercato; il mantenimento

---

<sup>28</sup> N.LINCINAO-A.MACCHIATI, (nt. 20), p. 117.

<sup>29</sup> Del resto, le linee guida per procedere alla creazione di un mercato unico europeo degli strumenti e dei mercati finanziari sono state tracciate nel 1990 grazie all'approvazione da parte della Commissione Europea del *Financial Services Action Plan* (FSAP). Il FSAP nella volontà di realizzare un mercato unico, ha evidenziato la necessità di armonizzare le diverse discipline nazionali, perseguendo tre specifiche priorità: 1) integrazione dei mercati finanziari all'ingrosso; 2) apertura dei mercati e dei servizi finanziari al dettaglio; 3) armonizzazione e rafforzamento delle regole di vigilanza. Il perseguimento della terza priorità ha portato la Comunità Europea a presentare la Direttiva 2003/6/CE. M.C.QUIRICI, (nt. 12), p. 102

<sup>30</sup> M.C.QUIRICI, (nt 17), p. 102

dell'integrità dei mercati finanziari e l'accrescimento della fiducia degli investitori nei mercati stessi; a lotta al finanziamento delle attività illecite; il perseguimento di una maggiore trasparenza nell'attività degli operatori dei mercati finanziari e di una maggiore cooperazione tra le Autorità di vigilanza dei vari Stati membri.

Gli abusi di mercato individuati e disciplinati da questa direttiva concernono l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato, fattispecie quest'ultima che va ad affiancarsi al preesistente aggio.

Ciò che distingue la manipolazione del mercato dall'aggio è l'oggetto materiale dei due reati, infatti nel primo caso l'oggetto è costituito da titoli quotati o per i quali è stata richiesta la quotazione in un mercato regolamentato, mentre nell'aggio si fa riferimento a titoli non quotati.

Oggi, grazie al recepimento della direttiva *Market Abuse* è possibile distinguere tra informazioni periodiche e informazioni occasionali diffuse dagli emittenti, di loro iniziativa o su imposizione della legge o della Consob, informazioni rese dai singoli in merito alla loro attività borsistica, divieti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato.

Il tutto corredato da una serie di novità: istituzione di registri contenenti i nominativi dei soggetti in possesso di informazioni privilegiate; segnalazione di operazioni sospette; inasprimento delle sanzioni penali ed introduzione di sanzioni amministrative.

La direttiva costituisce il primo esperimento "compiuto", di applicazione della "*Procedura Lamfalussy*", procedura che ha come obiettivo quello di assicurare un maggior coordinamento normativo a livello comunitario per facilitare la creazione di un mercato dei servizi finanziari integrato<sup>31</sup>.

La *Procedura Lamfalussy* si compone di quattro livelli:

- un primo livello in cui si prevede l'adozione da parte del Consiglio e del Parlamento Europeo, secondo una procedura di co-decisione e su

---

<sup>31</sup> F.ANNUNZIATA, *Abusi di mercato e tutela del risparmio. Nuove prospettive nella disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2006, p.5.

proposta della Commissione Europea, di direttive o di regolamenti contenenti principi quadro;

- un secondo livello che prevede l'adozione da parte della Commissione Europea di misure tecniche di esecuzione dei principi quadro enunciati nel primo livello; in questa fase la Commissione Europea è seguita dal CESR (*Committee of European Securities Regulators*) che ha il compito di fornire la consulenza tecnica nelle materie ricomprese nella delega legislativa;
- un terzo livello decisionale in cui si ha il coordinamento delle attività delle autorità nazionali di regolamentazione e di vigilanza sui mercati finanziari allo scopo di garantire uniformità d'azione in tutti i paesi dell'Unione Europea;
- un quarto livello dove troviamo il controllo della Commissione Europea sulla corretta attività di attuazione da parte degli Stati membri delle norme, dei regolamenti e degli orientamenti adottati dai tre livelli precedenti.

La *Procedura Lamfalussy* venne utilizzata per l'emanazione della disciplina sugli abusi di mercato. Tale disciplina venne emanata grazie ad una direttiva che definiva i principi generali e altre tre direttive di attuazione e specificazione:

- direttiva 2003/6/CE e del Consiglio del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato;
- tre direttive della Commissione di attuazione e di specificazione, quali:
  - a) Direttiva 2003/124/CE del 22 dicembre 2003 inerente la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato;
  - b) Direttiva 2003/125/CE del 22 dicembre 2003 inerente la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico dei conflitti di interesse;
  - c) Direttiva 2004/72/CE del 29 aprile 2004 riguardante le prassi di mercato ammesse, la definizione di informazione privilegiata in

relazione agli strumenti derivati su merci, l'istituzione del registro delle persone aventi accesso ad informazioni privilegiate, la notifica delle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione e la segnalazione di operazioni sospette.

È stato introdotto anche il Regolamento CE n. 2273/2003 del 22 dicembre 2003, che costituiva un provvedimento di immediata applicazione.

Esso disciplina le operazioni che sono esenti dalla disciplina di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato, qualora vengano rispettati dei parametri definiti all'interno del regolamento medesimo.

Tali esenzioni riguardano le operazioni di stabilizzazione degli strumenti finanziari e programmi di riacquisto di azioni proprie.

Il fondamento dell'emanazione della direttiva 2003/6/CE sull'abuso di informazioni privilegiate è da ricercare nella tutela dell'efficienza del mercato finanziario, nella sua integrità e nell'accrescere la fiducia dei risparmiatori<sup>32</sup>.

### **1.5 Il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato**

In Italia, il recepimento della direttiva *Market Abuse* è avvenuto con l'art. 9 della Legge Comunitaria 2004 (o legge 18 aprile 2005, n. 62), con un *iter legislativo* abbastanza lungo e travagliato.

Il recepimento della direttiva europea, oltre ad incidere sull'*insider trading*, incide sulla disciplina dell'informazione continua (già formulata nell'art.114 del TUF).

---

<sup>32</sup> Il Considerando n. 2 della Direttiva 2003/6/CE afferma che: «Un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati». Il considerando n.12 afferma che: « La normativa contro l'abuso di informazioni privilegiate persegue lo stesso obiettivo della normativa contro la manipolazione del mercato: assicurare l'integrità dei mercati finanziari comunitari e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi».

Con tale recepimento, risulta modificato in più punti il Testo Unico della Finanza, sono state abrogate le norme contenute negli artt. da 180 a 187-*bis*, ed è stato introdotto il Titolo I-*bis* nella Parte V del Testo Unico della Finanza rubricato “Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato”.

Molte disposizioni sono state recepite così come contenute nella direttiva 2003/6/CE, visto che in essa è stata adottata una definizione ampia di abuso di mercato, comprendente sia l’abuso di informazioni privilegiate che la manipolazione del mercato, entrambi definiti in termini abbastanza flessibili da garantire la copertura di eventuali nuove pratiche abusive<sup>33</sup>.

Grazie al recepimento della Direttiva, troviamo oggi all’interno del TUF i reati di abuso di informazioni privilegiate (art.184) e di manipolazione del mercato (art. 185), mentre il reato di aggio, che a differenza dei due reati precedenti ha come oggetto strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata la richiesta di ammissione alle negoziazioni, viene disciplinato dall’art. 2637 del Codice Civile.

La legge n. 62 del 18 aprile 2005, ha poi introdotto molte novità sull’abuso di informazioni privilegiate e sulla disciplina dell’informazione continua, le quali verranno analizzate specificatamente nel prosieguo del lavoro.

---

<sup>33</sup> M.C.QUIRICI, (nt. 12), p.119



## Capitolo II – L’informazione societaria

### 2.1. Ambito di applicazione e disposizioni generali

Il buon funzionamento del mercato mobiliare richiede e presuppone la diffusione, in via continuativa, di informazioni complete e attendibili relative agli strumenti finanziari ed agli emittenti quotati, proprio perché, su queste informazioni disponibili, gli investitori fondano le proprie decisioni di investimento o disinvestimento<sup>34</sup>.

L’informazione societaria è un tema che si intreccia con la repressione del fenomeno dell’*insider trading*: l’imposizione di obblighi informativi ha come obbiettivo primario la tutela degli investitori, tutela che può essere realizzata creando un mercato efficiente che permetta agli investitori di disporre di tutte le informazioni per poter effettuare un giudizio sia sull’emittente che sugli strumenti finanziari<sup>35</sup>.

L’informazione societaria è contenuta all’interno del Testo Unico della Finanza nel Capo I, Parte IV, Titolo III che si compone di:

- materie in tema di prospetto di quotazione (art. 113)
- comunicazioni al pubblico e alla Consob (dall’art.113-*bis* all’art. 115-*bis*)
- obblighi informativi degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico (art.116 e 118)
- aspetti riferiti all’informazione contabile (art.117)

La disciplina degli obblighi di comunicazione si applica agli emittenti quotati, che secondo la definizione di cui all’art. 1, comma 1, lettera w), TUF, comprendono i soggetti italiani o esteri che emettono strumenti finanziari quotati

---

<sup>34</sup> F.ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2012, p. 385.

<sup>35</sup> E.PEDERZINI, *La disciplina degli abusi di mercato. L’informazione al pubblico e tutela del mercato*, in *Nuove regole civili commentate*, 2007, p. 979.

nei mercati regolamentati italiani, ed ai soggetti che li controllano<sup>36</sup>. Tali obblighi informativi si applicano anche ai soggetti italiani ed esteri che emettono strumenti finanziari per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani.

Ma la disciplina della comunicazione al pubblico, in realtà, si estende oltre la sfera degli emittenti quotati, o dei soggetti che sollecitano il pubblico risparmio, poiché in base all'art. 116, gli artt. 114 e 115 si applicano anche:

- Ad emittenti non quotati, ma che abbiano strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante<sup>37</sup>.
- Ad emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei sistemi multilaterali di negoziazione, che presentano le caratteristiche stabilite dalla Consob, e a condizione che l'ammissione sia stata richiesta o autorizzata dall'emittente<sup>38</sup>.

Quindi la disciplina dell'informazione societaria non si applica soltanto ai soggetti con strumenti negoziati nei mercati ufficiali, o ai soggetti che sollecitano pubblico risparmio, ma si fonda sull'idoneità di un determinato strumento ad essere oggetto di investimento e di circolare presso un numero sufficientemente ampio di soggetti.

Individuato l'ambito soggettivo degli obblighi informativi, occorre identificare quali sono le informazioni oggetto di comunicazione al mercato, che non ricomprendono solo le informazioni privilegiate, definite all'art. 181 del TUF,

---

<sup>36</sup> La nozione di controllo è individuata dall'art. 93 del TUF, la quale stabilisce che sono considerate imprese controllate, oltre a quelle indicate nell'art. 2359, comma 1, numeri 1 e 2, del Codice Civile, anche: a) le imprese italiane o estere, su cui un soggetto ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole; b) le imprese, italiane o estere su cui un socio, in base ad accordi con altri soci, dispone da solo di voti sufficienti a esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria. Vengono considerati anche i diritti spettanti a società controllate o esercitati per il tramite di fiduciarie o interposte persone, non si considerano quelle spettanti per conto terzi.

<sup>37</sup> L'art. 2-bis del Regolamento emittenti afferma che le azioni sono diffuse tra il pubblico in misura rilevante quando gli emittenti soddisfano due requisiti, uno quantitativo e uno qualitativo: gli azionisti diversi dai soci di controllo devono essere superiore a 200 e devono detenere complessivamente una quota di capitale sociale pari al 5%, non devono redigere il bilancio in forma abbreviata. Per le obbligazioni invece, gli emittenti devono avere un patrimonio netto non inferiore a 5 milioni di euro ed un numero di obbligazioni superiore a 200.

<sup>38</sup> I sistemi multilaterali di negoziazione, disciplinati dall'art. 77-bis del TUF, sono dei sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati, il cui esercizio è riservato ad imprese di investimento, banche e gestori di mercati regolamentati.

ma anche tutte le informazioni individuate dai commi successivi al primo dell'art. 114 del TUF e dettagliate nel regolamento emittenti.

Con il d.lgs. 6 novembre 2007, n. 195, e successive modifiche, è stato inserito nel TUF il nuovo art. 113-ter, in recepimento della *Transparency Directive* (Direttiva 2004/109/CE). Tale articolo disciplina le informazioni regolamentate, ossia tutte quelle contenute nelle disposizioni del Testo Unico della Finanza nel titolo III, Capo I e Capo II, Sezioni I, I-bis, II e V-bis, e nei relativi regolamenti di attuazione, ovvero dalle disposizioni previste da Paesi extracomunitari.

L'articolo, oltre ad attribuire alla Consob specifici compiti e poteri, attribuisce alla Commissione il potere di stabilire le modalità e i termini di diffusione al pubblico delle informazioni regolamentate, fermo restando l'obbligo di pubblicazione tramite mezzi di informazione quali giornali, quotidiani nazionali, al fine di assicurare un rapido accesso e non discriminatorio delle informazioni in tutta la Comunità Europea<sup>39</sup>.

Nell'informazione societaria, una importanza predominante viene assunta dall'art. 114 del TUF, rubricato *Comunicazioni al pubblico*, che articola la disciplina delle comunicazioni al pubblico su due fronti: al primo comma troviamo obblighi di comunicazione continua, relativa alle informazioni privilegiate mentre il quinto comma dispone l'obbligo di mettere a disposizione del pubblico, nei termini e modalità stabiliti dalla Consob, notizie e documenti necessari per l'informazione al pubblico.

L'art. 114, comma 1, del TUF dispone: «*Fermi gli obblighi di pubblicità previsti da specifiche disposizioni di legge, gli emittenti quotati comunicano al pubblico, senza indugio, le informazioni privilegiate di cui all'articolo 181 che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate*».

Questo obbligo di comunicazione delle informazioni privilegiate al pubblico, può essere derogato grazie alla previsione di due ipotesi previste all' art. 114 comma 3 e comma 6.

---

<sup>39</sup> F.ANNUNZIATA (nt. 34), p. 390

L'art. 114 comma 3 prevede la possibilità di ritardare la comunicazione solo a condizione che il pubblico non venga tratto in inganno e che la segretezza sull'informazione venga mantenuta all'interno della struttura societaria.

L'art. 114 comma 6 invece prevede la possibilità di sospendere gli obblighi di comunicazione. Qualora gli emittenti, i soggetti che li controllano e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine oppongano, con reclamo motivato, che dalla comunicazione al pubblico delle informazioni, richiesta ai sensi del comma 5, possa derivare loro grave danno, gli obblighi di comunicazione sono sospesi. La Consob, entro sette giorni, può escludere anche parzialmente o temporaneamente la comunicazione delle informazioni, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali. Trascorso tale termine, il reclamo si intende accolto .

## **2.2. L'informazione continua, l'art. 114, comma 1, del TUF.**

L'obiettivo del legislatore consiste nel creare un mercato dei capitali efficiente e trasparente, dove gli investitori possano decidere consapevolmente, se acquistare o vendere uno strumento finanziario<sup>40</sup>.

La disciplina dell'art.114 è volta a tutelare gli acquisti sul mercato secondario, dove gli scambi aventi ad oggetto strumenti finanziari devono svolgersi in un contesto di parità informativa tra tutti gli operatori, parità informativa che viene ad esistere attraverso la predisposizione di un flusso informativo continuo tra emittenti e mercato.

L'art. 114, comma 1, TUF, stabilisce che: *«fermi gli obblighi di pubblicità previste da specifiche disposizioni di legge, gli emittenti quotati comunicano al pubblico, senza indugio, le informazioni di cui all'art. 181 che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate»*.

---

<sup>40</sup> L'art.91 del TUF stabilisce che la Consob esercita i propri poteri avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali.

In tale articolo, modificato da ultimo grazie alla *direttiva Market Abuse*, non opera più facendo riferimento ai fatti rilevanti, ma alle informazioni privilegiate, rimandando quindi a quanto contenuto all'art. 181 del TUF<sup>41</sup>.

Rispetto alla precedente formulazione, è stata introdotta anche una previsione relativa alla tempistica della comunicazione, che deve essere effettuata “senza indugio”.

L'obbligo di comunicazione al pubblico in capo agli emittenti quotati ed ai soggetti controllanti, può far nascere un problema di duplicazione informativa. Tale problema può essere risolto esaminando gli obblighi informativi nell'ambito di un gruppo, dove è possibile ravvisare il soggetto che deve per primo eseguire le comunicazioni. Se tale soggetto abbia effettivamente provveduto alla comunicazione, l'altro soggetto eventualmente tenuto non dovrà provvedere nuovamente alla comunicazione, sulla considerazione che l'adempimento agli obblighi di comunicazione spetta in via principale al soggetto che per primo viene a conoscenza dell'informazione.

L'art.114 comma 2, nello stabilire nell'ambito di un gruppo, a chi incomba per primo l'obbligo di comunicare al pubblico le informazioni, dispone che: «*gli emittenti quotati impartiscono le disposizioni occorrenti affinché le società controllate forniscano tutte le notizie necessarie per adempiere agli obblighi di comunicazione previsti dalla legge*». Esso obbliga quindi l'emittente quotato ad impartire alle controllate, disposizioni per adempiere agli obblighi di comunicazione ed obbliga le controllate a trasmettere tempestivamente le notizie richieste.

Per quanto riguarda l'oggetto degli obblighi di informazione continua, esso tende a coincidere con l'oggetto della disciplina *dell'insider trading*, grazie all'introduzione della disciplina sugli abusi di mercato. Ambedue le discipline fanno specifico riferimento alle informazioni privilegiate, rimandando a quanto contenuto nell'art. 181 del TUF, tuttavia queste due nozioni non sono coincidenti, per i motivi specificati nel prosieguo del lavoro.

---

<sup>41</sup> L'art. 181 TUF, sarà oggetto di analisi nel capitolo successivo, dove analizzeremo le caratteristiche dell'informazione privilegiata, quali la sua precisione, il suo contenuto determinato, notizia non pubblica e *price sensitive*.

### 2.2.1. *Le modalità di comunicazione*

La Consob, con delibera 1 aprile 2009 n. 16850, nel recepire la Direttiva Transparency, ha provveduto ad apportare modifiche al Regolamento Emittenti, modifiche relative agli obblighi informativi delle informazioni privilegiate.

Le nuove disposizioni introdotte dalla Delibera prevedono nuove modalità di diffusione delle informazioni regolamentate articolate in tre fasi: diffusione, stoccaggio e deposito delle stesse presso la Consob.

La nuova disciplina prevede, che la diffusione delle informazioni privilegiate possa essere effettuata ai sensi dell'art. 65-quinquies del Regolamento Emittenti, dai soggetti interessati mediante l'utilizzo di un Sistema di Diffusione delle Informazioni Regolamentate (SDIR), ovvero, ai sensi degli artt. 65-sexies del Regolamento Emittenti, in proprio.

Sia l'emittente, nel caso in cui lo stesso decida di provvedere in proprio, sia lo SDIR dovranno comunque essere in possesso di particolari requisiti tecnici e funzionali previsti dal Regolamento Emittenti.

Vista la complessità della riforma normativa, la Consob ha previsto un regime transitorio dove, fino all'entrata in vigore dei nuovi sistemi di diffusione delle informazioni, continueranno ad applicarsi le disposizioni previste dalla disciplina previgente e gli emittenti ottempereranno agli obblighi relativi alla diffusione delle informazioni privilegiate tramite l'invio di un comunicato:

- 1) ad almeno due agenzie di stampa e alla società di gestione del mercato, che ne assicurerà la diffusione al pubblico;
- 2) oppure, tramite i sistemi telematici di trasmissione delle informazioni (NIS) predisposti dalla società di gestione del mercato ai quali ha accesso la Consob<sup>42</sup>.

Con riferimento allo stoccaggio, le informazioni regolamentate si considerano transitoriamente centralizzate tramite la loro pubblicazione sui siti internet predisposti dalle società di gestione del mercato regolamentato.

---

<sup>42</sup> G.AMATO, *L'informazione finanziaria price sensitive*, Firenze, University Press, 2008, p. 174

Il deposito si considera adempiuto se la diffusione delle informazioni avviene mediante il loro inserimento nei sistemi telematici di trasmissione delle informazioni predisposti dalle società di gestione del mercato regolamentato o attraverso il sistema di teleraccolta<sup>43</sup>.

### *2.2.2. La possibilità di ritardare la divulgazione delle informazioni*

Un aspetto rilevante della comunicazione continua, è rappresentato dalla facoltà di ritardare, a certe condizioni, la diffusione delle informazioni privilegiate.

La possibilità di ritardare la divulgazione delle informazioni determina una minore *accuracy* dei prezzi ed una minore protezione degli investitori<sup>44</sup>.

Nel sistema antecedente al recepimento della direttiva comunitaria sugli abusi di mercato, le società emittenti strumenti finanziari quotati potevano ritardare la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate soltanto presentando un'istanza motivata alla Consob, qualora dalla pubblicazione dell'informazione potesse derivare un "grave danno" per la società.

La Consob, entro sette giorni, doveva escludere parzialmente o totalmente la comunicazione, sempre che la mancata diffusione non inducesse in errore il pubblico su "fatti e circostanze essenziali". Trascorso tale termine l'istanza si riteneva accolta.

Questa disposizione risulta ancora presente anche dopo l'adeguamento del TUF alla direttiva 6/2003, seppur con l'aggiunta di un inciso<sup>45</sup>, ed è contenuta al comma 6 dell'art. 114 TUF e riguarda gli obblighi informativi individuati al comma 5 dell'art.114 TUF.

In aggiunta alla disciplina appena esaminata della sospensione degli obblighi informativi dietro apposita istanza, grazie al recepimento della Direttiva

---

<sup>43</sup> F.GIANNI, *Market Abuse: L'informazione privilegiata e il mercato. Relazione al convegno Synergia formazione market abuse*, Milano, 16 novembre 2009.

<sup>44</sup> E.MACRÌ, (nt. 1), p.85-86.

<sup>45</sup> Ciò che emerge rispetto alla precedente formulazione, è l'inciso secondo il quale ci si può opporre con reclamo motivato alla pubblicazione delle informazioni "richiesta ai sensi del comma 5". Secondo il comma 5 del medesimo articolo, la Consob può, anche in via generale, richiedere agli emittenti quotati e ai soggetti che li controllano, che siano resi pubblici, con le modalità da essa stabilite, notizie e documenti necessari per l'informazione al pubblico.

2003/6/CE e della Direttiva di attuazione 2003/124/CE, se ne è aggiunta un'altra, presente nell'attuale comma 3 dell'art.114 TUF, riguardante la possibilità per gli emittenti quotati, sotto la propria responsabilità, di ritardare la divulgazione al pubblico delle informazioni privilegiate, qualora la divulgazione al pubblico della notizia possa pregiudicarne gli "interessi legittimi".

Tale disposizione opera nel caso vengano rispettate due condizioni:

- Gli emittenti devono assicurare il mantenimento della riservatezza dell'informazione;
- L'omessa divulgazione non deve "indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali"<sup>46</sup>.

Al fine di assicurare la riservatezza delle informazioni, sarà compito dell'emittente controllare l'accesso alle informazioni e adottare misure efficaci ed efficienti per garantire la riservatezza delle stesse, e nel caso questa riservatezza venga a mancare, l'emittente dovrà ripristinare la parità di accesso alle informazioni, comunicandole immediatamente al pubblico.

L'art. 66-*bis* del regolamento emittenti, indicando i medesimi casi dell'art.3 della Direttiva 124/2003, contempla alcune ipotesi in cui potrebbero essere pregiudicati gli interessi legittimi dell'emittente, ipotesi naturalmente non esaustive, che giustificano il ritardo della comunicazione al pubblico. Esse riguardano:

- a) trattative negoziali in corso, la cui comunicazione al pubblico possa comprometterne l'esito o il normale andamento<sup>47</sup>;
- b) la conclusione di contratti o l'adozione di decisioni da parte dell'organo direttivo sottoposte all'approvazione di un altro organo sociale nel caso in cui la comunicazione dell'informazione, prima dell'approvazione, possa compromettere la corretta valutazione dell'informazione da parte del pubblico.

---

<sup>46</sup> Si potrebbe utilizzare anche il termine *fuorviare*, esso sembrerebbe più idoneo nonostante sia ambiguo, poiché ci si riferisce a informazioni privilegiate che influenzano il prezzo degli strumenti finanziari e la sua mancata divulgazione potrebbe fuorviare il pubblico più che indurlo in errore.

<sup>47</sup> Si fa riferimento a trattative volte al risanamento dell'impresa, se la solidità finanziaria dell'emittente sia minacciata da un grave ed imminente pericolo, qualora la comunicazione al pubblico rischi di pregiudicare la conclusione di trattative miranti ad assicurare il risanamento finanziario dell'emittente.



Le due fattispecie, contenute nei commi 3 e 6 dell'art. 114 TUF che consentono di ritardare la diffusione di informazioni privilegiate nonostante l'apparente sovrapposizione, si riferiscono ad ipotesi sostanzialmente differenti.

Il terzo comma dell'art. 114 si riferisce alle informazioni privilegiate, ed è una spontanea decisione adottata dall'emittente senza l'intervento della Consob e serve per paralizzare l'operatività del primo comma della medesima norma. L'emittente avrebbe quindi, in via generale, l'obbligo di comunicare al pubblico l'informazione privilegiata, che può neutralizzare decidendo, sotto la propria responsabilità, di ritardare detta comunicazione.

Il sesto comma ha un ambito di applicazione più vasto, riferendosi oltre alle informazioni privilegiate, a tutte le notizie e documenti necessari per l'informazione al pubblico. Esso rappresenta un'arma difensiva per paralizzare la richiesta di comunicazione al pubblico di un'informazione privilegiata, formulata dalla Consob ai sensi del quinto comma dell'art. 114<sup>48</sup>.

Altra differenza riguarda il fatto che il sesto comma dell'art. 114 non implica la proposizione di alcuna istanza preventiva, ma soltanto un obbligo di informare la Consob.

### *2.2.3. La selective disclosure*

La Direttiva 2003/6/CE ha introdotto nuove regole nel caso di comunicazione intenzionale a terzi di informazioni privilegiate, senza che ne venga data comunicazione al pubblico nelle forme prescritte, precisando le condizioni in presenza delle quali è possibile, e quali sono gli effetti che ne conseguono.

La Direttiva si pone l'obiettivo di limitare i casi di comunicazione selettiva dell'informazione (selective disclosure), là dove, in precedenza, la comunicazione a terzi delle informazioni risultava lecita quando era basata su un "giustificato motivo", non prevedendosi cosa doveva accadere dopo che l'informazione era stata comunicata al terzo.

---

<sup>48</sup> G.AMATO, (nt.42), p.174.

L'art.114, comma 4, TUF, consente ai soggetti tenuti alla pubblicazione delle informazioni privilegiate, nel caso in cui si possa ritardare la diffusione delle informazioni, di comunicare le notizie ad un ristretto numero di destinatari (*selective disclosure*), soltanto se la comunicazione sia effettuata *nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio*<sup>49</sup>.

Gli effetti che sortisce questa comunicazione selettiva sono diversi in base al fatto che il soggetto terzo sia obbligato o meno alla riservatezza.

Se il terzo non è soggetto ad obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale, l'emittente dovrà ripristinare la parità informativa con il pubblico, fornendo un' integrale comunicazione dell'informazione, secondo le modalità di diffusione delle informazioni privilegiate. La comunicazione al pubblico deve essere simultanea nel caso in cui la divulgazione al terzo sia stata effettuata intenzionalmente, mentre deve essere effettuata senza indugio nell'ipotesi di divulgazione non intenzionale.

Se invece il terzo è soggetto all'obbligo di riservatezza secondo una norma legislativa, statutaria, regolamentare o contrattuale, si consente la *selective disclosure*, e quindi non è richiesta la diffusione al pubblico dell'informazione.

In questo caso infatti, è da ritenere che sia mantenuto il carattere "privilegiato", e dunque non pubblico dell'informazione, poiché non dovrebbe sussistere il rischio di abusi da parte di tali soggetti.

Ma se nonostante ciò l'informazione è divulgata su basi non intenzionali, l'emittente è tenuto a comunicare senza indugio le informazioni al pubblico, attraverso i normali canali di divulgazione<sup>50</sup>.

La Consob nella comunicazione n. DME/6027054 del 28 marzo 2006 ha individuato, in via esemplificativa e non esaustiva, una serie di soggetti terzi potenzialmente interessati da questo tipo di comunicazione, tra i quali rientrano: le società di gestione dei mercati ove sono quotati gli strumenti finanziari, le

---

<sup>49</sup> Questa, è l'unica ipotesi in cui è ammessa la comunicazione a terzi dell'informazione privilegiata, non diffusa contestualmente al pubblico nelle forme prescritte dall'art.114, comma 1 del TUF, ciò è reso più evidente analizzando quanto disposto dall'art.184, comma 1, del TUF e dall'art.187-bis, comma 1 del TUF in cui è vietata la comunicazione a terzi di informazioni privilegiate al di fuori del normale esercizio del proprio lavoro, della propria professione, della propria funzione o del proprio ufficio.

<sup>50</sup> M.PETRULLI-F.RUBINO, *L'informazione privilegiata e gli abusi di mercato*, Halley Editrice, Avellino, 2007, pp. 83 ss.

agenzie di rating, i consulenti dell'emittente o dei controllanti e gli altri soggetti coinvolti nell'esame delle materie oggetto di consulenza, le autorità pubbliche di vigilanza di settore, la banche nell'ambito dell'attività di concessione degli affidamenti<sup>51</sup>.

Inoltre, l'art. 68 del R.E. ha determinato le condizioni in presenza delle quali una società quotata può comunicare a soggetti terzi elementi informativi delicati e sensibili come dati previsionali, obiettivi quantitativi e dati contabili di periodo.

È determinante quindi che una comunicazione selettiva, in violazione del principio di parità di trattamento, avvenga solo ed esclusivamente in favore di soggetti tenuti a un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale e per di più che la comunicazione avvenga nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio.

In mancanza della predetta condizione non è possibile compiere alcuna *selective disclosure*, e le informazioni dovranno essere messe a disposizione del pubblico contestualmente alla comunicazione selettiva<sup>52</sup>.

#### 2.2.4. Abrogazione dell'obbligo di commentare i rumors di mercato

A differenza delle informazioni privilegiate che sono delle informazioni di carattere preciso e che nascono e vengono diffuse da determinati soggetti ben identificati, i *rumors* sono delle indiscrezioni, discorsi generici, indefiniti e di dubbia precisione che nascono e vengono diffuse da un soggetto non ben identificato e qualificato, indiscrezione che appartiene al "si dice", che non ha quindi una paternità.

Per questi motivi, il legislatore richiedeva che gli emittenti dovevano diffondere un commento di smentita o conferma, in merito alle indiscrezioni che provochino un andamento anomalo del titolo<sup>53</sup>.

Con delibera Consob n. 18214 del 9 maggio 2012 è stato abrogato il comma 4 dell'art. 66 del Regolamento Emittenti, il quale stabiliva che: *Fermo restando*

---

<sup>51</sup> M.PETRULLI-F.RUBINO, (nt. 50), pp. 83 ss.

<sup>52</sup> G.AMATO, (nt. 42), p. 357.

<sup>53</sup> G.AMATO, (nt. 42), p. 181

*quanto previsto dall'art. 114, comma 4, del Testo Unico, allorché in presenza di notizie diffuse tra il pubblico non ai sensi del presente articolo concernenti la situazione patrimoniale, economica o finanziaria degli emittenti strumenti finanziari, operazioni di finanza straordinaria relative a tali strumenti ovvero l'andamento dei loro affari, il prezzo degli stessi strumenti vari, nel mercato nel quale tali strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni su domanda degli emittenti, in misura rilevante rispetto all'ultimo prezzo del giorno precedente, gli emittenti stessi o i soggetti che li controllano, ove interessati alle predette notizie, pubblicano, senza indugio e con le modalità indicate nel Capo 1, un comunicato con il quale informano circa la veridicità delle stesse notizie integrandone o correggendone ove necessario il contenuto, al fine di ripristinare condizioni di parità informativa».*

L'abrogazione di questa norma è stata determinata dalla volontà di eliminare ogni sorta di automatismo di natura informativa in capo all'emittente. Infatti un rischio concernente i *rumors* è quello che soggetti terzi diffondano indiscrezioni per poi così obbligare l'emittente alla conferma o alla smentita<sup>54</sup>.

Naturalmente, venuto meno il predetto obbligo, il quale richiedeva che l'emittente fosse sempre aggiornato in merito alle indiscrezioni che lo riguardavano per confermare o smentire la veridicità del *rumor*, resta comunque la possibilità per la Consob, valutando tutte le circostanze del caso come la natura del *rumor* nonché la verosimile riconducibilità dell'andamento anomalo delle quotazioni proprio alla circolazione di quella determinata indiscrezione, di richiedere all'emittente coinvolto dal *rumor* di diffondere senza indugio un comunicato stampa, avente ad oggetto la conferma o la smentita dell'indiscrezione, al fine di ripristinare condizioni di parità informativa presso il pubblico.

---

<sup>54</sup> G.AMATO, (nt. 42), p. 360

### **2.3. Gli obblighi informativi stabiliti dall'art.114, comma 5 del TUF**

Oltre agli obblighi di comunicazione continua, che riguardano le informazioni privilegiate, disciplinati dall'art. 114 comma 1, del TUF, esistono obblighi informativi di portata episodica disciplinati dall'art.114, comma 5 del TUF.

In base a quanto disposto dall'art. 114, comma 5, TUF: *«la Consob può, anche in via generale, richiedere agli emittenti, ai soggetti che li controllano, agli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine, ai componenti dell'organo di amministrazione e controllo e ai dirigenti, nonché ai soggetti che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'art.120 del TUF o che partecipano ad un patto previsto dall'art. 122 del TUF, che siano resi pubblici, con le modalità da essa stabilite, notizie e documenti necessari per l'informazione al pubblico. In caso di non ottemperanza, la Consob provvede direttamente a rendere pubblica l'informazione a spese del soggetto inadempiente».*

A differenza degli obblighi informativi previsti dall'art. 114 comma 1, del TUF, che hanno portata continuativa, gli obblighi informativi stabiliti dal quinto comma dell'art.114, del TUF, hanno una portata episodica poiché l'obbligo di comunicazione nasce al verificarsi di certi fatti o dall'adozione di determinate decisioni.

In attuazione di quanto previsto dall'art.114, comma 5, del TUF, gli artt. 70 e seguenti del Regolamento Emittenti formulano una specifica disciplina regolamentare degli obblighi informativi riguardanti specifiche materie, quali:

- Operazioni straordinarie;
- Informazione periodica;
- Altre informazioni dettagliate nel Regolamento Emittenti.

Le operazioni straordinarie comprendono fusioni, scissioni, aumenti di capitale sociale mediante conferimenti in natura, patrimoni destinati ad uno specifico

affare, acquisizioni e cessioni, acquisto e alienazione di azioni proprie e provvedimenti ai sensi dell'art.2446 c.c.<sup>55</sup>.

Queste operazioni generano delle informazioni privilegiate, e di conseguenza fanno scattare l'obbligo informativo previsto all'art. 114 comma 1, del TUF, ma in relazione a tali operazioni, il legislatore non ha ritenuto sufficiente l'applicazione della sola disciplina dell'informazione continua, in quanto tale disciplina tende a privilegiare la tempestività dell'informativa rispetto alla completezza della stessa.

La disciplina prevista al comma 5, dell'art. 114, del TUF, ha lo scopo di fornire ai destinatari dell'informativa un quadro più attendibile e preciso rispetto all'obbligo informativo previsto al comma 1, in modo da fornire informazioni più analitiche e dettagliate<sup>56</sup>.

Viene così a nascere un doppio obbligo informativo che ha un duplice fine: evitare situazioni che possano creare asimmetrie informative temporanee e permettere agli investitori una adeguata valutazione delle operazioni.

Quando invece parliamo di informazione periodica, ci riferiamo alla relazione finanziaria annuale, semestrale e il resoconto intermedio di gestione. Grazie al recepimento della Direttiva *Transparency*, la materia è stata rimodellata ed è disciplinata dall'art. 154-ter, del TUF, e dagli articoli da 77 a 83 del Regolamento Emittenti.

L'art 154-ter dispone che gli emittenti quotati, devono mettere a disposizione del pubblico<sup>57</sup>, entro 120 giorni dalla chiusura dell'esercizio questi documenti, dando un periodo di almeno 21 giorni ai soci per prendere visione delle informazioni in esso contenuti.

Le "altre informazioni" ricomprendono l'esercizio dei diritti sociali, i piani di *stock options*, i verbali assembleari, le partecipazioni reciproche, le operazioni di

---

<sup>55</sup> L'art.2446 del Codice Civile disciplina la riduzione del capitale per perdite, in particolare quando il capitale è diminuito di oltre un terzo in conseguenza di perdite, gli amministratori o il consiglio di gestione, nel caso di inerzia il collegio sindacale o il consiglio di sorveglianza, devono senza indugio convocare l'assemblea per gli opportuni provvedimenti.

<sup>56</sup> F.ANNUNZIATA, (nt. 34), p. 409.

<sup>57</sup> Presso la sede sociale, sul sito internet della società o con altre modalità previste dalla Consob con regolamento.

compravendita di propri strumenti finanziari e di azioni proprie e l'adesione ai codici di comportamento.

Queste informazioni sono regolate dal Regolamento Emittenti dall'art. 84 all'art. 89-ter, si tratta di informazioni per le quali la Consob, richiede all'emittente la messa a disposizione del pubblico di queste informazioni.

In particolare, per le informazioni relative all'esercizio dei diritti sociali, l'emittente dovrà mettere a disposizione del pubblico tutte le informazioni in modo tale che i portatori dei loro strumenti finanziari possano esercitare tutti i diritti loro spettanti.

Dinanzi a una richiesta della Consob di compiere una comunicazione al pubblico di un'informazione privilegiata, ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF, gli emittenti quotati e non anche i loro controllanti o comunque i soggetti indicati nell'art. 114, comma 5, hanno diritto di opporre, con un reclamo motivato, la circostanza che la comunicazione in questione possa arrecare un grave danno alla società.

La Consob in tal caso dispone di un termine di sette giorni per escludere, anche parzialmente o temporaneamente, la comunicazione delle informazioni, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali. Il reclamo si intende accolto decorso detto termine senza che la Consob abbia fornito una risposta.

Non sussiste il requisito del grave danno quando l'emittente adduca a giustificazione del proprio ritardo il timore che la comunicazione al pubblico di una determinata informazione privilegiata possa provocare un crollo del prezzo dei propri strumenti finanziari.

Il grave danno sussiste invece quando vi sia un concreto rischio di subire un pregiudizio economico e di reputazione, come ad esempio quando l'emittente, in base ad una trattativa o un affare particolarmente importante, capisca che esso possa saltare a seguito della comunicazione al pubblico di una determinata informazione<sup>58</sup>.

---

<sup>58</sup> G.AMATO, (nt. 42), p.171

## 2.4. La disciplina dell'art. 115 del TUF, le comunicazioni a Consob

L'art.115 del TUF, delinea obblighi di comunicazione verso la Consob, con la finalità di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico, considerando non solo le informazioni oggetto di obbligo di comunicazione ai sensi dell'art. 114 del TUF, ma anche tutte le informazioni che per legge sono destinate al mercato.

In base all'art. 115, comma 1, del TUF, la Consob può, anche in via generale:

- a) richiedere agli emittenti quotati, agli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine<sup>59</sup>, ai soggetti che li controllano e alle società dagli stessi controllate, la comunicazione di notizie e documenti, fissandone le relative modalità;
- b) assumere notizie, anche mediante la loro audizione, dai componenti degli organi sociali, dai direttori generali, dai dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili, e dagli altri dirigenti, dalle società di revisione, dalle società e dai soggetti indicati nella lettera a);
- c) eseguire ispezioni presso i soggetti indicati nelle lettere a) e b), al fine di controllare i documenti aziendali e di acquisirne copia;
- c-bis) esercitare gli ulteriori poteri previsti dall'art.187-*octies*.

Tutte le informazioni raccolte, sono coperte dal segreto d'ufficio.

In base all'art.115, comma 2, del TUF, questi poteri possono essere esercitati anche nei confronti di coloro che detengono una partecipazione rilevante ai sensi

---

<sup>59</sup> Gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro di origine sono stati aggiunti dall'art.1 del d.lgs. n. 195 del 6 novembre 2007, in recepimento della con cui si intende quanto indicato dall'art. 1, comma 1, lett. *w-quater*) del TUF, ossia: gli emittenti con azioni ammesse alle negoziazioni in mercati regolamentati italiani o di altro Stato membro della Comunità Europea, aventi sede in Italia; gli emittenti di titoli di debito di valore nominale unitario inferiore ad 1.000 euro, o valore corrispondente in valuta estera, ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati italiani o di altro Stato membro della Comunità Europea, aventi sede in Italia; gli emittenti valori mobiliari (in particolare azioni e titoli di debito) aventi sede in uno Stato non appartenente alla Comunità Europea, per i quali la domanda di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato della Comunità Europea è stata presentata in Italia o che hanno successivamente scelto l'Italia come stato membro d'origine, quando tale prima domanda di ammissione non è stata effettuata in base a una propria scelta; gli emittenti valori mobiliari diversi da azioni e da titoli di debito, aventi sede in Italia o i cui valori mobiliari sono ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano, che hanno scelto l'Italia come Stato membro d'origine. L'emittente può scegliere un solo Stato membro come Stato membro d'origine e la scelta rimane valida per almeno 3 anni.



dell'art.120 del TUF<sup>60</sup>, o che partecipano ad un patto parasociale previsto dall'art. 122 del TUF<sup>61</sup>.

La Consob, può altresì richiedere alle società o agli enti che partecipano direttamente o indirettamente a società con azioni quotate l'indicazione nominativa dei soci e, nel caso di società fiduciarie, dei fiducianti.

La legge n.62 del 18 aprile 2005, nel recepire la Direttiva *Market Abuse*, ha introdotto la lettera *c-bis*, estendendo i poteri della Consob che in base all'187-*octies* può "nei confronti di chiunque appaia informato sui fatti", e non solo come nella normativa previgente ai soggetti sottoposti alla sua vigilanza richiedere notizie, dati e documenti, attuare registrazioni telefoniche, procedere ad ispezioni, perquisizioni e audizioni personali, nonché sequestrare i beni oggetto di confisca.

## **2.5. Le sanzioni in caso di violazione degli obblighi informativi previsti dall'art.114 TUF**

L'obbligo di informazione continua è posto come presidio di efficienza dei mercati finanziari e fiducia degli investitori nel mercato stesso.

La sua violazione espone la società al risarcimento del danno nei confronti degli investitori danneggiati e al pagamento di una sanzione amministrativa pecuniaria. In base all'art. 193, comma 1, del TUF, se un emittente quotato e il soggetto che lo controlla o ogni altro soggetto a cui è imposto un obbligo informativo secondo

---

<sup>60</sup> Per partecipazione rilevante ci riferiamo alle partecipazioni rappresentate da azioni con diritto di voto detenute in misura superiore al 2 %.

<sup>61</sup> L'art.122 del TUF disciplina i patti parasociali, in particolare si considerano quelli che: a) istituiscono obblighi di preventiva consultazione per l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano; b) pongono al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse; c) prevedono l'acquisto delle azioni o degli strumenti finanziari previsti dalla lettera b); d) aventi per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società; e) favoriscono o contrastano il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, ivi inclusi gli impegni a non aderire ad un'offerta.

quanto stabilito dall'art.114 del TUF non vi adempie, esso incorrerà ad una sanzione amministrativa pecuniaria da € 5.000 a € 500.000.

Tale sanzione si applica non solo in caso di inosservanza degli obblighi informativi previsti all'art.114 del TUF, ma anche di quelli stabiliti dagli artt. 115, 115-*bis*, 154-*bis* e 154-*ter* del TUF. La medesima sanzione è applicata anche a coloro che svolgono la funzione di amministrazione, di direzione e di controllo di un emittente quotato o in un ente che svolge le attività indicate dal comma 8 e 11, dell'art. 114 del TUF.

Mentre l'art. 193 del TUF sanziona l'inosservanza degli obblighi di comunicazione, l'art. 2638 del Codice Civile punisce la comunicazione falsa alla Consob<sup>62</sup>.

La responsabilità individuata dall'art. 193 a seguito dell'omissione dell'obbligo informativo è una responsabilità extracontrattuale. Sembra infatti mancare una pretesa che trova fondamento in un rapporto obbligatorio: quindi si può ritenere che l'investitore danneggiato possa agire nei confronti della società emittente e del soggetto che la controlla per ottenere il risarcimento del danno per aver contratto in carenza di informazioni che per legge dovevano essere fornite al mercato<sup>63</sup>.

Si potrebbe anche configurare responsabilità extracontrattuale degli amministratori della società, *ex art. 2395 c.c.* , pertanto, il soggetto danneggiato dalla mancata diffusione delle informazioni, potrebbe agire nei confronti degli amministratori su cui gravava l'obbligo di comunicazione imposto dalla legge.

Per poter agire *ex art. 2395*, devono ricorrere due presupposti: il compimento di un illecito da parte degli amministratori nell'ambito dell'esercizio del loro ufficio e la produzione di un danno diretto al patrimonio del singolo, non è invece necessaria l'intenzionalità del comportamento dannoso da parte dell'amministratore<sup>64</sup>.

---

<sup>62</sup> Gli amministratori, i direttori generali, e i dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili, vengono puniti quando ostacolano l'esercizio delle funzioni di vigilanza, comunicando il falso o occultando con mezzi fraudolenti la situazione economica, patrimoniale o finanziaria dei soggetti sottoposti alla vigilanza

<sup>63</sup> E. MACRI', (nt. 1), p.123-124

<sup>64</sup> E. MACRI' (nt. 1), p.125.

Anche la società potrebbe subire un danno dalla mancata *disclosure* degli amministratori, ma esso è un danno autonomo e distinto rispetto a quello subito dall'investitore.

Infatti l'emittente, subisce un danno alla sua immagine sul mercato, ed avrà maggiori difficoltà a collocare i titoli con un aumento del costo del capitale, mentre l'investitore subisce un danno patrimoniale differente costituito a titolo esemplificativo dalla minor somma che ha ottenuto dalla vendita delle azioni rispetto a quelle che avrebbe potuto ottenere se le informazioni privilegiate fossero state rese pubbliche.

La diversità dei danni subiti da investitore e società esclude problemi di sovrapposizione fra l'azione esercitata dalla società nei confronti degli amministratori, e quella degli investitori nei confronti degli stessi amministratori.

## **2.6. La disciplina degli studi, delle ricerche e delle raccomandazioni**

L'attuazione delle disposizioni contenute nella Direttiva 2003/6/CE e nella direttiva attuativa 2003/125/CE, hanno introdotto l'ottavo comma dell'art. 114 del TUF.

Esso stabilisce che i soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, con l'esclusione delle società di rating<sup>65</sup>, riguardanti gli strumenti finanziari o gli emittenti di tali strumenti, nonché i soggetti che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento, destinati ai canali di divulgazione o al pubblico, devono presentare l'informazione in

---

<sup>65</sup> Le società di rating prima del recepimento della Direttiva sugli abusi di mercato rientravano nell'ottavo comma dell'art. 114 poiché venivano equiparate ai soggetti che producono o diffondono ricerche e valutazioni. Successivamente alla legge n. 62 del 28 dicembre 2005, che ha eliminato il riferimento alle agenzie di rating, tali società sono state oggetto di disciplina specifica attraverso il regolamento CE n. 1060/2009. Il regolamento definisce agenzia di rating del credito, una persona giuridica tra le cui occupazioni rientra l'emissione di rating a titolo professionale.

modo corretto<sup>66</sup> e comunicare l'esistenza di ogni loro interesse e conflitto di interesse riguardo agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce.

La finalità perseguita da questa normativa è quella di assicurare la trasparenza delle raccomandazioni di investimento e la *disclosure* di eventuali conflitti di interesse<sup>67</sup>, poiché queste raccomandazioni giocano un ruolo fondamentale nelle scelte di investimento o disinvestimento dei soggetti.

Le raccomandazioni sono ricerche o altre informazioni, destinati ai canali di divulgazione o al pubblico, intese a raccomandare o a proporre, in maniera esplicita o implicita, una strategia di investimento in merito ad uno o più strumenti finanziari o emittenti strumenti finanziari.

Gli elementi caratterizzanti sono rappresentati dal riferimento ai “canali di divulgazione o al pubblico”, elementi che distinguono la raccomandazione dalla consulenza, poiché il servizio di consulenza riguarda consigli di investimento forniti per mezzo di raccomandazioni personalizzate, non destinate al pubblico<sup>68</sup>.

Sia le raccomandazioni, come le analisi e le ricerche sono elementi cui gli investitori prendono in considerazione per attuare delle scelte di investimento o disinvestimento.

Per assicurare trasparenza nella formulazione e nella pubblicazione di tali raccomandazioni, è richiesto che sia indicato in modo chiaro e visibile il soggetto che le ha predisposte e che il pubblico sia a conoscenza dell'esistenza di eventuali conflitti di interesse che potrebbero compromettere l'obiettività e l'affidabilità delle informazioni.

Quindi i soggetti che producono delle raccomandazioni, sono obbligati a comunicare tutti i conflitti di interesse. Data la difficoltà di individuare le situazioni di conflitto di interessi, la Consob, nell'art. 69-*quinquies*, formula un elencazione delle fattispecie rilevanti di conflitto di interesse, quali:

- l'esistenza di partecipazioni significative tra il soggetto che produce la raccomandazione e l'emittente;

---

<sup>66</sup> Il principio di correttezza viene perseguito attraverso regole volte ad assicurare che le raccomandazioni non risultino fuorvianti, che siano basate su fatti attendibili e che le previsioni e i dati prospettici siano chiaramente identificabili come tali.

<sup>67</sup> F.ANNUNZIATA, (nt.34), p.434.

<sup>68</sup> F.ANNUNZIATA, (nt.34), p. 434.

- esistenza di interessi finanziari in rapporto con l'emittente;
- esistenza di rapporti di fornitura di servizi finanziari aziendali con l'emittente.

## Capitolo III – L'informazione privilegiata

### 3.1. Definizione e generalità

Grazie al recepimento della Direttiva 2003/6/CE, l'informazione privilegiata riveste un ruolo fondamentale sotto un duplice profilo: da un lato viene posta dall'art. 184 del TUF alla base del reato di abuso di informazioni privilegiate, e dall'altro invece, come presupposto che determina l'obbligo di comunicazione al pubblico *ex art. 114 del TUF*<sup>69</sup>.

In entrambi i casi il contenuto dell'informazione privilegiata viene descritto dall'art. 181, comma 1, del TUF, secondo il quale l'informazione privilegiata è *«un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari»*.

Sulla base di tale definizione, si ha che gli elementi costitutivi che qualificano un'informazione societaria come un'informazione privilegiata sono:

- il carattere preciso;
- il fatto di non essere ancora stata resa pubblica;
- il riguardare, direttamente o indirettamente, uno o più strumenti finanziari, ovvero uno o più emittenti di questi strumenti finanziari;
- l'attitudine, se resa pubblica, ad influire in maniera sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari.

In questa definizione, in nostro legislatore si attiene a quanto descritto sia nella Direttiva 2003/6/CE, sia nella Direttiva 2003/124/CE, non discostandosi molto dalla versione originaria dell'art. 180, comma 3, del TUF, secondo il quale per informazione privilegiata doveva intendersi *«un'informazione specifica di contenuto determinato, di cui il pubblico non dispone, concernente strumenti*

---

<sup>69</sup> M.PETRULLI-F.RUBINO, (nt. 50), p. 41

*finanziari o emittenti strumenti finanziari, che, se resa pubblica, sarebbe idonea a influenzare sensibilmente il prezzo».*

La novità, rispetto al sistema previgente, è rappresentata dal fatto che sono definiti in modo specifico i profili costitutivi della nozione di informazione privilegiata. Il comma 3 ed il comma 4 dell'art. 181, del TUF, descrivono a tal proposito quando un'informazione è precisa e quando un'informazione è idonea ad influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari.

Nonostante la disciplina dell'*insider trading* e la disciplina della comunicazione continua al pubblico utilizzino la stessa nozione di informazione privilegiata, di cui all'art. 181 del TUF, in realtà le due nozioni di informazione privilegiata non sono del tutto coincidenti sotto l'aspetto della funzione perseguita: rispettivamente una funzione repressiva e preventiva<sup>70</sup>.

### **3.2. La nozione di informazione privilegiata**

La nozione di informazione privilegiata costituisce la base su cui poggia la struttura del reato di *insider trading*.

La legge n. 157 del 17 maggio 1991, nel disciplinare il reato dell'*insider trading*, faceva riferimento all'informazione riservata, che veniva definita come un'informazione specifica di contenuto determinato, che non era stata resa pubblica, concernente uno o più emittenti di valori mobiliari ovvero uno o più valori mobiliari, e che se resa pubblica, sarebbe stata idonea ad influenzare il prezzo dei valori mobiliari.

L'abuso di informazioni riservate si traduceva in un obbligo di astensione sia dall'utilizzo che dalla divulgazione delle stesse, per chiunque ne fosse stato in possesso, quindi sia *insiders* primari che secondari, mentre non si richiedeva per la configurazione dell'illecito il loro sfruttamento.

---

<sup>70</sup> M.PETRULLI-F.RUBINO, (nt. 50) p. 42

Con l'introduzione nel nostro ordinamento del D.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, si è avuto il passaggio dalla nozione di informazione riservata, ad informazione privilegiata.

In forza di questa modifica, la condotta del soggetto *insider* non rilevava per la violazione della riservatezza dell'informazione, quanto piuttosto per la posizione di privilegio che la conoscenza anticipata dell'informazione procurava.

La direttiva *Market Abuse* (Direttiva 2003/124/CE), non modifica la definizione di informazione privilegiata, l'unica differenza rispetto al passato riguarda le specificazioni in merito al carattere della precisione dell'informazione e all'idoneità dell'informazione privilegiata ad influire sensibilmente sul prezzo dello strumento finanziario.

Tipicamente, le informazioni privilegiate si distinguono in due grandi categorie:

- corporate information;
- market information.

Le *corporate information* riguardano direttamente l'emittente da cui proviene l'informazione. Il CESR (*The Committee of European Securities Regulators*) ha fornito un elenco di *corporate information* nel quale convivono fatti statici, eventi dinamici, informazioni finanziarie che incidono sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'emittente, informazioni strategiche e decisioni o eventi che modificano la struttura organizzativa e manageriale.

Per quanto riguarda le *market information*, esse hanno origine fuori dall'emittente ed hanno ad oggetto eventi o fatti di natura non strettamente economica e finanziaria.

Data la loro natura più generica, ci si è chiesti, se queste informazioni possano rientrare o meno all'interno della fattispecie del reato di abuso di informazione privilegiata.

Analizzando i requisiti della nozione di informazione privilegiata, nella quale non sembra esserci una distinzione tra *market* e *corporate information*, e la descrizione dell'oggetto materiale su cui può ricadere l'informazione, la quale indica chiaramente che essa può riguardare direttamente o indirettamente, uno o



più emittenti, o uno o più strumenti finanziari, possiamo affermare che rientrino nella nozione di informazioni privilegiate, anche le *market information*.

Non vi è alcun dubbio quindi che continuino a rientrare nell'ambito della fattispecie anche tutte quelle notizie che hanno origine fuori dall'emittente e che hanno ad oggetto eventi o fatti di natura non strettamente economica e finanziaria, sempre purché possano produrre effetti, anche indiretti sugli emittenti o sul valore di uno o più strumenti finanziari<sup>71</sup>.

Un' ulteriore possibile distinzione tra le informazioni privilegiate è tra:

- *hard information*, informazioni che si riferiscono ad eventi già realizzati, esse saranno sempre rilevanti ai fini della definizione di informazione privilegiata;
- *soft information*, informazioni che si riferiscono ad eventi che possono ragionevolmente verificarsi. Occorrerà valutare se sussiste un'elevata probabilità che si verifichi l'evento per essere prese in considerazione dalla fattispecie incriminatrice;
- *very soft information*, informazioni che si riferiscono ad eventi previsionali che non verranno prese in considerazione dalla fattispecie, esse sono notizie che non hanno un contenuto sufficientemente preciso poiché si basano su ipotesi<sup>72</sup>.

Ritornando alla definizione di informazione privilegiata, fornita dall'art. 181 del TUF, possiamo ad analizzare i caratteri peculiari della stessa, quali: la *precisione*, il fatto di *non essere stata resa pubblica*, il *riguardare, direttamente o indirettamente, uno o più strumenti finanziari, ovvero uno o più emittenti di questi strumenti finanziari*, l'*attitudine, se resa pubblica, ad influire in maniera sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari*.

Questi elementi, caratterizzavano anche la disciplina precedente al recepimento della Direttiva *Market Abuse*, ma al contrario di quest'ultima, il d.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 non specificava i suddetti elementi.

---

<sup>71</sup> L.D.CERQUA, (nt. 11), p. 823.

<sup>72</sup> L.D CERQUA (nt. 11), p.823. G.PAVAN, *Abuso di informazioni privilegiate* (art. 180 d.lgs. 58/1998) in *L'indice penale*, 2002, p. 595.

Le condizioni devono sussistere tutte congiuntamente affinché la condotta descritta possa dirsi rilevante ai fini della disciplina dell'*insider trading*.

### 3.2.1. La precisione

Rispetto al passato, dove l'art. 180 comma 3 del TUF, prevedeva in termini estremamente generici che “per informazione privilegiata si intende un'informazione *specifica di contenuto determinato*, di cui il pubblico non dispone, concernente strumenti finanziari o emittenti strumenti finanziari, che, se resa pubblica, sarebbe idonea a influenzarne sensibilmente il prezzo”, l'art. 181, comma 3, del TUF, in attuazione della legge comunitaria 2004 (legge 18 aprile 2005) che ha recepito la direttiva 2003/6/CEE, introduce elementi volti ad agevolare la determinazione del carattere della “precisione”<sup>73</sup>.

Il comma 3 dell'art.181 ha quindi definito meglio questo elemento, specificando che si considera precisa quell'informazione che:

- a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistenti o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza, oppure ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà;
- b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari.

Relativamente al punto a), la nuova formulazione, rileva il nuovo indirizzo che si vuole dare all'informazione privilegiata, includendo naturalmente le informazioni concrete, cioè informazioni che fanno riferimento a fatti determinati sia da un punto di vista dell'operazione sia da un punto di vista del momento in cui essa si svolge, e gli eventi non ancora verificatosi e di quelle circostanze non ancora venute ad esistenza, ma che si può “*ragionevolmente*” prevedere che si verificheranno o verranno ad esistenza<sup>74</sup>.

---

<sup>73</sup> E.MACRI', (nt. 1), p. 62.

<sup>74</sup> M.PETRULLI-F.RUBINO, (nt. 50), p. 45.

Il giudizio di ragionevolezza dovrà poi essere svolto in base a criteri propri della diligenza e salvo casi particolari, della diligenza qualificata<sup>75</sup>.

La giustificazione della necessità di estendere l'applicazione delle norme in materia di abuso di informazioni privilegiate, ad eventi e circostanze non ancora certe, si rinviene nella particolarità che le informazioni finanziarie assumono significatività anche quando non sono compiutamente verificate, essendo sufficiente che possano “ragionevolmente” realizzarsi, potendosi parlare in questo caso di informazioni *soft*, rispetto alle informazioni *hard* che riguardano fatti accaduti.

Dovranno essere escluse quindi le *very soft information*, cioè quegli eventi la cui realizzazione è improbabile, i *rumors*<sup>76</sup>, e le voci prive di fondamento oggettivo. Meritano particolare attenzione le informazioni che derivano da previsioni o valutazioni, ossia analisi, ricerche e statistiche elaborate dagli emittenti o dai soggetti autorizzati.

Se tali previsioni o valutazioni si basano su dati che sono già noti al mercato e frutto di uno studio o di un'elaborazione soggettiva, non rientrano nel perimetro dell'informazione privilegiata. Se invece si riferiscono a fatti non noti al pubblico, vengono considerati come *inside information* e quindi saranno rilevanti ai fini della disciplina<sup>77</sup>.

Tuttavia, prendendo solo in considerazione la lettera a), la nozione di informazione privilegiata risulterebbe ancora troppo vaga e sprovvista di un sufficiente grado di precisione.

Per colmare tale lacuna, si precisa alla lettera b) che l'informazione deve comunque essere «sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari».

---

<sup>75</sup> F.ANNUNZIATA (nt. 31), p. 13.

<sup>76</sup> Il Regolamento Emittenti dispone che gli emittenti devono informare circa la veridicità dei *rumors*, nel caso in cui il prezzo degli strumenti finanziari subisca una variazione consistente rispetto al prezzo del giorno precedente.

<sup>77</sup> F.MUCCIARELLI, *L'insider Trading nella nuova disciplina del d.lgs. n.58/98*, in *Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia*, 2000, p. 935

Quindi ulteriore fattore da cui dipende la rilevanza dell'informazione in termini di precisione è quello della *specificità*. Essa può essere definita una soglia minima, al di sotto della quale, l'informazione non è da ritenersi privilegiata.

La specificità non deve essere accertata secondo termini astratti ed assoluti, ma deve essere considerata in relazione all'effetto che ha sui prezzi; si tratta, invero, di un test di significatività volto ad evitare che le informazioni privilegiate sprovviste di una effettiva idoneità ad impattare sul prezzo degli strumenti finanziari, possano ledere il mercato data l'assenza di un sufficiente grado di completezza<sup>78</sup>.

### 3.2.2. *Il carattere non pubblico dell'informazione*

La seconda caratteristica dell'informazione privilegiata è che questa non sia stata resa pubblica.

La Direttiva *Market Abuse* usa la dizione “*non è stata resa pubblica*”, ritornando quindi all'originaria formulazione individuata dalla legge n.157 del 17 maggio 1991, dizione che era stata abbandonata con l'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza (D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998), la quale prevedeva invece “*informazione di cui il pubblico non dispone*”.

Possono ritenersi pubbliche tutte quelle informazioni che siano state rese note al mercato secondo le modalità previste dall'art.114 del TUF e dall'art. 65 e ss. del Regolamento Emittenti.

Su questo punto bisogna però sottolineare che la comunicazione al pubblico in base all'art. 114 del TUF non è l'unico modo possibile in cui le informazioni possono divenire pubbliche: ad esempio può accadere che la notizia venga divulgata in modo più o meno intenzionale ad opera di soggetti che l'hanno legittimamente ricevuta da altri; o ancora può accadere che nella notizia

---

<sup>78</sup> F.ANNUNZIATA, (nt. 31), p. 13.

raggiunga il pubblico prima che l'emittente l'abbia diffusa secondo le vie ufficiali<sup>79</sup>.

In tutti questi casi, così come in tutti gli altri in cui il pubblico è venuto in possesso di un'informazione privilegiata indipendentemente dalla *disclosure* effettuata dall'emittente<sup>80</sup>, l'emittente dovrà comunque procedere alla comunicazione al pubblico secondo quanto indicato dall'art.114 del TUF<sup>81</sup>.

Dall'art. 114, comma 4, del TUF, si deduce che quando un terzo soggetto è obbligato in via legale, statutaria o regolamentare ad un obbligo di riservatezza, l'emittente può comunicare a tale soggetto le informazioni privilegiate purché tale comunicazione avvenga nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio.

L'emittente quindi potrà, in questo caso, effettuare una comunicazione selettiva delle informazioni privilegiate (*selective disclosure*), poiché si deduce che l'informazione manterrà comunque il suo carattere privilegiato.

Possiamo affermare che il venir meno del privilegio informativo è legato non tanto all'adempimento degli obblighi informativi, quanto all'effettiva accessibilità della notizia da parte degli investitori, quindi l'informazione sarà a disposizione del pubblico solo quando un numero imprecisato di persone avranno la possibilità di venire a conoscenza dell'informazione.

---

<sup>79</sup> L'art. 66, comma 8 del Regolamento Emittenti dispone quanto segue: «Fermo restando quanto previsto dall'art.114, comma 4, del TUF, allorché in presenza di notizie diffuse tra il pubblico non ai sensi del presente articolo concernenti la situazione patrimoniale, economica o finanziaria degli emittenti strumenti finanziari, operazioni di finanza straordinaria relative a tali emittenti ovvero l'andamento dei loro affari, il prezzo degli stessi strumenti vari, nel mercato nel quale tali strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni su domanda degli emittenti, in misura rilevante rispetto all'ultimo prezzo del giorno precedente, gli emittenti stessi o i soggetti che li controllano, ove interessati dalle precedenti notizie, pubblicano, senza indugio e con le modalità previste nei commi 2, 3, 4 e 5, un comunicato con il quale informano circa la veridicità delle stesse notizie integrandone o correggendone ove necessario il contenuto, al fine di ripristinare la parità informativa»

<sup>80</sup> Come nel caso dell'amministratore che, rilasciando un'intervista, rileva informazioni non ancora rese pubbliche o nel caso del giornalista che riporta *rumor* in modo molto dettagliato (c.d. anticipazioni).

<sup>81</sup> F.ANNUNZIATA, (nt. 31), p. 10.

### 3.2.3. *L'idoneità dell'informazione a influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari*

Un altro elemento richiesto dalla normativa per qualificare un'informazione come privilegiata è rappresentato dall'idoneità della notizia, se resa pubblica, a influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari (c.d. *price sensitivity*). In particolare, l'art. 181, comma 4, del TUF, precisa che: «*per informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari, si deve intendere un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole<sup>82</sup> la utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento*».

Ai sensi del comma 4 dell'articolo in commento, pertanto, l'elemento essenziale integrante la fattispecie di informazione *price sensitive* non è rappresentato semplicemente dal fatto che la pubblicità dell'informazione possa alterare i prezzi degli strumenti finanziari, ma dalla possibilità di influenzarli in maniera sensibile, c.d. *price sensibility*. In tale ottica, sia quando rileva come oggetto del reato di *insider trading*, sia quando si pone come presupposto degli obblighi di *disclosure*, la *price sensibility* dovrà essere valutata sulla base di un giudizio *ex-ante*.

Il concetto di “sensibilità” dell'alterazione assume, in tale contesto, contorni assai elastici, in considerazione anche delle innumerevoli variabili che da sole, o congiuntamente ad altre, sono in grado di determinare “sensibili” alterazioni del prezzo di uno strumento finanziario.

Da quanto detto emerge che l'indagine volta a valutare la sensibilità di una informazione ad incidere sui prezzi degli strumenti finanziari dovrà preoccuparsi di individuare l'incidenza di tale informazione sul processo decisionale di un investitore ragionevole<sup>83</sup>.

---

<sup>82</sup> L'investitore ragionevole è un concetto ripreso dalla giurisprudenza statunitense secondo la quale un'informazione è *material*, se ricorre una sostanziale probabilità che la comunicazione del fatto omesso, sarebbe stata considerata da un investitore ragionevole come idonea ad alterare il *total mix* delle informazioni rese disponibili

<sup>83</sup> F.GIANNI, (nt. 43).

Infatti, quello che assume rilevanza non è l'effettiva incidenza dell'informazione privilegiata sui prezzi dei valori mobiliari, circostanza peraltro determinabile *ex post*, ma il condizionamento sulla decisione dell'investitore ragionevole, a prescindere poi dal fatto che il prezzo dello strumento finanziario in oggetto abbia subito effettivamente una variazione o meno.

La Direttiva e, di conseguenza, la norma di recepimento, non forniscono criteri per individuare la figura di investitore ragionevole, affidandosi completamente all'attività interpretativa di dottrina e giurisprudenza.

Quello che è certo è che l'aggettivo "ragionevole", impone una valutazione di tipo oggettivo del processo decisionale dell'investitore, escludendo quindi le convinzioni personali di quest'ultimo. La valutazione di tipo oggettivo impone di considerare che una data informazione, escludendo qualsiasi convincimento personale, indurrebbe tutte le persone astrattamente riconducibili alla figura dell'investitore ragionevole ad assumere le stesse decisioni di investimento<sup>84</sup>.

Il profilo problematico attiene alle caratteristiche che l'investitore ragionevole dovrebbe presentare, in particolare se occorra aver riguardo ad un'astratta figura di investitore medio o professionale.

Il modello che sembra comunque essere stato assunto è quello dell'investitore "razionale", cioè un soggetto in grado di ponderare tutte le conoscenze in suo possesso nel momento in cui decide di operare sul mercato, analizzandone il contenuto e valutandone i possibili effetti e di conseguenza assumendo una decisione di investimento ragionevole al fine di massimizzare il suo profitto<sup>85</sup>.

Individuato cosa si intende per investitore ragionevole, bisogna sapere che l'idoneità dell'informazione ad influenzare il suo processo decisionale deve essere valutata *ex ante*, tenendo conto delle informazioni disponibili nel momento in cui è stata presa la decisione di investimento. Il contenuto della notizia non deve essere stato elemento decisivo che ha determinato la scelta di investimento, ma è sufficiente che il giudice dimostri *ex ante* che quella notizia avrebbe potuto influenzare la scelta.

---

<sup>84</sup> M.PETRULLI-F.RUBINO, (nt. 50), p. 135.

<sup>85</sup> E.PEDERZINI, *La disciplina sugli abusi di mercato. La nozione di informazione privilegiata*, in *Nuove leggi commentate*, 2007, p.1022.

Un'informazione può essere qualificata *price sensitive* anche se la sua divulgazione al mercato non determini in concreto alcun effetto sul prezzo dello strumento finanziario o produce un'alterazione diversa rispetto a quella prevedibile. È sufficiente che a *priori*, quell'informazione avesse l'attitudine ad incidere sensibilmente sul prezzo dello strumento finanziario.

Uno strumento utile per valutare *ex ante* l'attitudine di un'informazione ad incidere sensibilmente sul prezzo di uno strumento finanziario è rappresentato dalle Linee guida del CESR (*Committee of European Securities Regulators*), il quale afferma che occorre verificare che l'informazione corrisponda ad una tipologia informativa che sullo stesso mercato abbia già inciso in maniera sensibile sui prezzi; verificare se ci siano ricerche, statistiche o opinioni di esperti che abbiano in passato catalogato la notizia tra quelle *price sensitive*; e tener conto della circostanza che lo stesso emittente abbia considerato e trattato fatti analoghi a quelli che formano oggetto della notizia alla stregua di informazioni privilegiate<sup>86</sup>.

*3.2.4. La necessità che l'informazione riguardi direttamente o indirettamente uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari*

L'articolo 181 stabilisce che l'informazione privilegiata deve riguardare «direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari».

L'inciso “direttamente o indirettamente” allarga l'ambito di applicazione della fattispecie normativa e comporta la rilevanza di tutte le informazioni che si mostrino connesse agli emittenti.

Vista l'ampiezza di tale dato normativo, le informazioni privilegiate potranno riguardare eventi politici, ambientali, economici, sociali, che influenzano

---

<sup>86</sup> E.PEDERZINI, (nt.85), p.1036



l'attività o la struttura dell'emittente; oppure il settore o il mercato in cui esso opera, come anche altri fenomeni di carattere macroeconomico.<sup>87</sup>

Rientrano in questa nozione, quindi, da un lato certamente le *corporate information*, cioè le notizie generate all'interno dell'emittente e attinenti all'organizzazione, come ad esempio quelle relative alla sua situazione patrimoniale, finanziaria e gestionale, al suo assetto sociale, ai cambiamenti che interessano il *management*, all'andamento dei loro affari, o alla conclusione di accordi di *partnership* strategici per il *business* e lo sviluppo dell'impresa, notizie, che possono essere considerate privilegiate per definizione.

Data l'ampiezza della formulazione dell'articolo, però, non sembrano poter essere escluse dal suo campo di applicazione nemmeno le *market information*, vale a dire tutte quelle notizie che, pur non riguardando direttamente un organismo societario, finiscono con il riflettersi ugualmente sull'organismo stesso o, almeno, sugli strumenti finanziari che questo ha emesso<sup>88</sup>.

### **3.3. L'informazione privilegiata nella disciplina della disclosure e dell'insider trading**

La definizione di informazione privilegiata, grazie al recepimento nel nostro ordinamento della direttiva 2003/6/CE, riveste un ruolo centrale sia all'interno della disciplina della comunicazione al pubblico imposto dall'art. 114 del TUF (c.d. *disclosure*), sia in quella del reato di abuso di informazioni privilegiate imposto dall'art. 184 del TUF (c.d. *insider trading*).

La nozione di informazione privilegiata viene utilizzata quindi come obbligo di *disclosure* al pubblico di cui all'art. 114, sia come presupposto oggettivo del reato di *insider trading* di cui all'art. 184.

Tuttavia, nonostante le due discipline utilizzino la stessa definizione di informazione privilegiata, esse hanno una funzione molto diversa poiché la

---

<sup>87</sup> M.PETRULLI-F.RUBINO, (nt. 50), p. 46-47.

<sup>88</sup> F.GIANNI, (nt. 43), p. 14

disciplina dell'informazione continua persegue l'obiettivo della trasparenza e dell'efficienza del mercato mobiliare, mentre la disciplina *dell'insider trading* mira a contrastare l'abuso di informazioni privilegiate.

La disciplina in materia di abuso di informazioni privilegiate e obblighi di comunicazione al pubblico prende avvio nel nostro ordinamento con la legge n.157/1991, ma i segnali di avvicinamento tra le due discipline si è avuta grazie al TUF 58/1998 e le sue successive modifiche.

Il D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 lasciava però un problema di coordinamento tra la disciplina dell'informazione continua e divieto di *insider trading* poiché gli obblighi di informazione continua avevano ad oggetto le informazioni “rilevanti”, ossia informazioni idonee ad influire in misura significativa sul prezzo degli strumenti finanziari, non facendo alcun rinvio, o riferimento alla nozione di “informazione privilegiata”, nozione utilizzata nell'ambito della definizione del reato di *insider trading*<sup>89</sup>.

Grazie al recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, il primo comma dell'art.114 è stato modificato, non operando più il riferimento ai fatti “rilevanti”, ma facendo specifico riferimento alle “informazioni privilegiate”, rimandando a quanto contenuto nell'art.181 TUF.

Ne deriva quindi che l'oggetto degli obblighi di comunicazione al pubblico nella disciplina dell'informazione continua tende a coincidere con l'oggetto della disciplina dell'*insider trading*, rafforzando il legame delle due discipline. Permangono tuttavia delle differenze tra le due discipline, che riguardano i soggetti a cui si riferiscono tali disposizioni e il diverso livello di concretezza richiesto dell'informazione.

Infatti, mentre l'art.114 TUF, così come specificato dall'art.66 del Regolamento Emittenti e interpretato dalla Comunicazione Consob del 28 marzo 2006, impone l'obbligo di comunicare le informazioni privilegiate che riguardano *direttamente* gli emittenti quotati e le società controllate, l'art.181 del TUF, ai fini della disciplina dell'*insider trading*, fa invece riferimento alle informazioni

---

<sup>89</sup> F.ANNUZIATA (nt. 34) p. 393

privilegiate che riguardano *direttamente e indirettamente* l'emittente quotato e le società controllate.

Tale differenza comporta che il divieto di abuso di informazioni privilegiate copra un ambito di informazioni più vasto rispetto alla disciplina dell'informazione continua.

Il secondo aspetto riguarda invece il livello di concretezza dell'informazione che fa nascere gli obblighi di *disclosure* e divieto di *insider trading*.

Gli obblighi di *disclosure* previsti dal comma 1 dell'art.114 sono ottemperati quando, al verificarsi di un complesso di circostanze o di eventi, sebbene non ancora formalizzati<sup>90</sup>, il pubblico ne sia stato informato senza indugio.

Discorso diverso si ha invece per il divieto di *insider trading*, per cui è sufficiente la ragionevole probabilità che l'evento si verifichi.

---

<sup>90</sup> La comunicazione Consob del 28 marzo 2006 chiarisce che la dizione “non ancora formalizzati”, ha l'obiettivo di chiarire che sono incluse nell'area oggetto della previsione anche gli eventi o i complessi di circostanze, comunque già nella sostanza verificatisi, in relazione ai quali tuttavia manchi la definitiva ufficializzazione.

## Capitolo IV – L’abuso di informazioni privilegiate

### 4.1. Gli abusi di mercato

Con l’espressione abusi di mercato, ci si riferisce a tutte le ipotesi in cui i risparmiatori, che hanno investito nei mercati finanziari, subiscono, in via diretta o indiretta, le conseguenze negative della condotta altri soggetti che hanno utilizzato, a vantaggio proprio o di altri, informazioni non accessibili al pubblico, oppure hanno divulgato informazioni false o ingannevoli oppure hanno manipolato il meccanismo di determinazione del prezzo degli strumenti finanziari.<sup>91</sup>

Tali comportamenti possono violare il principio generale, secondo cui tutti gli investitori devono operare in condizioni di parità.

Gli abusi di mercato hanno formato oggetto della direttiva 2003/6/CEE (*Market Abuse Directive*), recepita nel nostro ordinamento con l’art. 9 della legge n.62 del 18 aprile 2005 (o legge Comunitaria 2004)

Con l’espressione “abus di mercato”, si identificano due fenomeni che ostacolano la trasparenza del mercato: l’*insider trading* e la manipolazione del mercato.

Essi rappresentano una grave minaccia alla regolarità delle transazioni mobiliari, poiché tali fenomeni sono in grado di mettere in seria crisi la solidità e lo sviluppo di un mercato finanziario, dato che la fiducia degli investitori non solo si pone alla base di un corretto e adeguato funzionamento di detto mercato, ma finisce per rappresentare una condizione necessaria alla sua stessa sopravvivenza<sup>92</sup>.

L’*insider trading* è un reato che nasce dallo sfruttamento da parte di particolari soggetti, detti *insiders*, di informazioni privilegiate, compiendo operazioni di

---

<sup>91</sup> S.AMOROSINO, (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 2008, p.377.

<sup>92</sup> M.C.QUIRICI (nt. 12), p. 99.

compravendita dei titoli emessi dalla società per la quale operano prima che l'emittente effettui la comunicazione al pubblico prevista dall'art.114, conseguendo un profitto personale attraverso l'utilizzo di una asimmetria informativa.

Le informazioni, oggetto del reato di insider trading, vengono definite "informazioni privilegiate" e debbono essere specifiche e di contenuto determinato, non a disposizione del pubblico, concernenti gli strumenti finanziari ed, infine, atte ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari cui si riferiscono, se rese pubbliche.

Per quanto riguarda la manipolazione del mercato, l'art. 185 del TUF sanziona penalmente «chiunque diffonda notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari»<sup>93</sup>.

A differenza dell'*insider trading*, nella manipolazione del mercato le condotte vietate sul piano penale e amministrativo non coincidono. Con riferimento all'art. 187-ter, le condotte di manipolazione del mercato rilevanti sul piano amministrativo sono la diffusione di informazioni, voci o notizie false o fuorvianti, che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false o fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, più altre condotte che riguardano le operazioni di compravendita false o fuorvianti, che fissano il prezzo a livelli anomali e artificiali, o che utilizzino artifici, inganni o espedienti<sup>94</sup>.

La manipolazione del mercato, si affianca al preesistente aggio su strumenti finanziari. Esse presentano condotte illecite in gran parte comuni ma ciò che li distingue è l'oggetto materiale dei due reati, trattandosi nel caso di manipolazione del mercato di titoli quotati, o per i quali è stata richiesta la

---

<sup>93</sup> La sanzione prevista è la reclusione da uno a sei anni e la multa da 20.000 € a 5.000.000 €, ed il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggior importo di dieci volte il prodotto o profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole, o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata al massimo.

<sup>94</sup> Le nozioni di "livello anomalo", "artificio", "inganno", richiedono ulteriori specificazioni poiché queste formulazioni si presentano come generali. Spetta infatti alla Consob, in base all'art. 187-ter, comma 7 del TUF, rendere noti con proprie disposizioni, gli elementi e le circostanze da prendere in considerazione per la valutazione dei comportamenti idonei a costituire manipolazione del mercato.

quotazione in un mercato regolamentato, mentre nell'aggiotaggio si fa riferimento a titoli non quotati.

#### *4.1.1. Oggetto della fattispecie e ambito di applicazione della disciplina*

L'art. 180 fornisce delle definizioni per poter comprendere la disciplina degli abusi di mercato, in particolare si definisce che cosa si intende per strumenti finanziari e derivati su merci.

In base all'art. 180, comma 1, lett a) del TUF, per strumenti finanziari si intendono quelli individuati dall'art. 1, comma 2 del TUF<sup>95</sup>, ammessi alla negoziazione, o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro paese dell'Unione Europea, nonché qualsiasi altro strumento ammesso, o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato

---

<sup>95</sup> L'art. 1, comma 2 del TUF contiene un elenco non esaustivo di strumenti finanziari, poiché il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Consob e la Banca d'Italia può individuare nuove categorie di strumenti finanziari. In base a tale articolo, per strumenti finanziari si intendono: a) i valori mobiliari; b) gli strumenti del mercato monetario; c) quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio; d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti; e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto; f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione; g) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini; h) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito; i) contratti finanziari differenziali; j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini.

regolamentato dell'Unione Europea e gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano, per i quali l'ammissione è stata richiesta o autorizzata dall'emittente.

L'elemento di delimitazione dell'oggetto è la negoziabilità dello strumento finanziario, ossia la sua attitudine ad essere oggetto di transazione su un mercato finanziario<sup>96</sup>.

Per derivati su merci invece, si intendono gli strumenti finanziari all'art. 1, comma 3 del TUF<sup>97</sup>, relativi a merci, che come per gli strumenti finanziari, sono negoziati o sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione Europea, nonché qualsiasi altro strumento derivato relativo a merci che sia stato ammesso alle negoziazioni in un mercato regolamentato di un Paese dell'Unione Europea.

Non rientrano nell'ambito della disciplina sugli abusi di mercato quindi i derivati negoziati sui mercati *Over the Counter*<sup>98</sup>, né i derivati non ancora negoziati sui mercati regolamentati.

L'ambito di applicazione della fattispecie di abuso di informazioni privilegiate risulta ampliato rispetto alla normativa previgente ed è individuato dall'art. 182 del TUF, il quale stabilisce che tali reati sono puniti dalla legge italiana anche se commessi all'estero, purché i reati abbiano ad oggetto gli strumenti finanziari ammessi, o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o in un sistema multilaterale di negoziazione italiano<sup>99</sup>.

---

<sup>96</sup> L.D.CERQUA, (nt. 11), p. 817.

<sup>97</sup> In base all'art. 1, comma 3 del TUF, per strumenti finanziari derivati si intendono gli strumenti finanziari dall'art 1, comma 2 del TUF, lettere d), f), g), h), i), j) e gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lett d).

<sup>98</sup> Un Mercato Mobiliare non Regolamentato (Over the Counter, OTC) è un luogo, fisico o virtuale, in cui gli operatori si incontrano al fine di collocare, scambiare o rimborsare valori mobiliari. L'assenza di regolamentazione riguarda il fatto che il funzionamento di tale mercato, i titoli e gli operatori ammessi non sono assoggettati alla disciplina specifica e alla autorizzazione delle Autorità di Vigilanza in materia di Mercati Regolamentati e non sono iscritti nell'apposito albo. Le modalità di contrattazione non sono standardizzate ed è possibile stipulare contratti "atipici". Tuttavia, per quanto riguarda gli OTC basati in Italia, la CONSOB può richiedere agli organizzatori, agli emittenti e agli operatori dati, notizie e documenti sugli scambi organizzati di strumenti finanziari (artt. 78 e 79 del TUF D.Lgs. 58/1998). La CONSOB gestisce l'elenco dei Sistemi di Scambi Organizzati

<sup>99</sup> I sistemi multilaterali di negoziazione sono circuiti di negoziazione, gestiti da soggetti privati che permettono l'acquisto e la vendita, mediante l'incontro di interessi di negoziazione provenienti da una

Inoltre, le sanzioni penali ed amministrative, si applicano ai fatti concernenti gli strumenti finanziari negoziati o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o dell'Unione Europea, purché sul territorio nazionale sia commesso almeno in parte il reato.

Quindi l'ipotesi che certamente viene esclusa è quella in cui un *insider*, italiano o straniero, commette interamente il reato all'estero e su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato estero.

#### 4.1.2. *Le cause di esenzione*

La direttiva 2003/6/CE ha individuato l'ambito di non operatività della disciplina sugli abusi di mercato (c.d. *Safe Harbour*) che viene ricompreso nell'art. 183 del TUF.

Il *Safe Harbour* viene ad esistere poiché i divieti presenti nella disciplina dell'abuso di mercato rischiano di rendere irrealizzabili alcune operazioni che possono rispondere ad esigenze legittime e risultare compatibili con il regolare funzionamento dei mercati dei capitali.<sup>100</sup>

A tal fine, l'art. 183 lettera a) prevede l'inapplicabilità delle disposizioni relative agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato nel caso di operazioni attinenti alla:

- politica monetaria;
- politica valutaria;
- gestione del debito pubblico.

Tali operazioni per essere escluse dalla disciplina sugli abusi di mercato, devono essere compiute dallo Stato italiano, da uno Stato membro dell'Unione Europea, dal Sistema Europeo delle Banche Centrali, da una Banca centrale di uno Stato

---

pluralità di soggetti, in base a regole non discrezionali, di strumenti finanziari già quotati presso una o più borse nazionali.

<sup>100</sup> F.ANNUNZIATA, (nt.31), p. 60.



membro dell'Unione Europea o da qualsiasi altro ente ufficialmente designato oppure da un soggetto che agisca per conto degli stessi.

L'esenzione dalla disciplina sugli abusi di mercato è fondata sulla fiducia riposta nelle operazioni macroeconomiche, dove è inevitabile lasciare spazi di libertà per realizzare gli obbiettivi di comune interesse, evitando così l'apertura di procedimenti penali o amministrativi su atti compiuti da Autorità politiche o istituzionali, nazionali e di altri stati membri dell'Unione Europea.

Nel sistema previgente, tale disposizione era contenuta all'art. 180, comma 6, del TUF, ed individuava come causa di non punibilità le operazioni compiute per conto dello Stato Italiano, della Banca d'Italia e dell'Ufficio Italiano Cambi per ragioni attinenti alla politica economica.

Tale espressione, ricomprendeva un ambito troppo generico, che riguardava ogni intervento pubblico, mentre grazie alla nuova formulazione a fronte di un ampliamento dei soggetti, si è attuata una riduzione dell'ambito oggettivo dell'esenzione<sup>101</sup>.

Altre due operazioni esenti dalla disciplina degli abusi di mercato, peraltro priva di riscontri nel sistema previgente, sono sancite alla lettera b) dell'art.181 del TUF e riguardano:

- riacquisto di azioni proprie;
- stabilizzazione di uno strumento finanziario.

Entrambe le operazioni si riferiscono a strumenti finanziari negoziati su un mercato regolamentato e, ai fini dell'esenzione, devono rispettare delle condizioni stabilite dalla Consob con regolamento.

Tali operazioni possono influire sulla formazione dei prezzi degli strumenti finanziari quotati, ed avere dunque almeno potenzialmente un effetto manipolativo; ma, se svolte nel rispetto di determinati limiti, possono rispondere ad esigenze legittime, che soddisfano interessi collettivi valutati dall'ordinamento altrettanto importanti.

---

<sup>101</sup> E.AMATI, *La disciplina degli abusi di mercato. L'abuso d informazioni privilegiate: il reato*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2007, p. 1040.

Mentre le operazioni stabilite all'art. 183 lettera a) non sono sottoposte a particolari condizioni, le operazioni di riacquisto di azioni proprie e di stabilizzazione dovranno essere effettuate in conformità con le condizioni indicate dal Regolamento CE n. 2273/2003 del 22 dicembre 2003 per essere esenti da sanzioni, condizioni che consistono sia in limiti operativi che in adempimenti informativi<sup>102</sup>.

Il riacquisto delle azioni proprie<sup>103</sup> assolve importanti funzioni nell'ambito della struttura societaria. Rientrano nella portata dell'esenzione unicamente i programmi di riacquisto posti in essere con l'obiettivo di:

- ridurre il capitale dell'emittente;
- adempiere ad obbligazioni derivanti da strumenti di debito convertibili o scambiabili con azioni;
- adempiere ad obbligazioni derivanti da piani di *stock-option* destinati ai dipendenti.

Innanzitutto, i programmi di riacquisto devono essere conformi a quanto previsto dall'art. 19 della Direttiva n.77/91/CE (c.d. Seconda Direttiva, sul coordinamento delle garanzie richieste alle società) nella quale l'acquisizione deve essere autorizzata dall'assemblea degli azionisti, il valore nominale delle azioni oggetto di acquisizione non può superare il 10% del capitale sottoscritto e deve riguardare solo azioni integralmente liberate.

Prima dell'inizio delle negoziazioni, l'emittente dovrà comunicare al pubblico in maniera adeguata tutti i dettagli del programma di riacquisto tra cui l'obiettivo, il controvalore massimo, il quantitativo massimo delle azioni da riacquistare e la durata per la quale il programma ha ottenuto l'autorizzazione.

Le condizioni da rispettare sono stabilite dal Regolamento n. 2273/2003, secondo il quale l'emittente non deve effettuare acquisti ad un prezzo superiore al più elevato tra il prezzo dell'ultima operazione indipendente e quello dell'ultima

---

<sup>102</sup> M.FRATINI-G.GASPARRI, *Il testo unico della finanza*, Utet giuridica, 2012, p. 2473.

<sup>103</sup> Quanto stabilito dal Regolamento CE n. 2273/2003 dovrà essere integrato con l'art. 2357 ss. del Codice Civile che disciplina il riacquisto di azione proprie e con l'art. 132 del TUF che specifica che per le società quotate occorrerà riferirsi a quanto stabilito dalla Consob e occorrerà garantire la parità di trattamento degli azionisti secondo quanto stabilito dalla Commissione con proprio regolamento.

offerta indipendente; non deve acquistare un quantitativo superiore al 25% del volume medio giornaliero di azioni scambiate nel mercato regolamentato.

In aggiunta sussistono particolari restrizioni alla possibilità per l'emittente di effettuare operazioni di vendita delle azioni proprie nel corso del programma di riacquisto delle azioni stesse<sup>104</sup>.

A questa disciplina, si aggiunge quella regolamentare della Consob, la quale all'art. 87-*bis* del Regolamento Emittenti stabilisce che le comunicazioni al pubblico delle operazioni di riacquisto di azioni proprie dovranno essere effettuate mediante un comunicato da inviare alla società di gestione del mercato, che lo mette a disposizione del pubblico, e ad almeno due agenzie di stampa. Tale comunicato dovrà poi essere disponibile sul sito internet dell'emittente per almeno due anni.

Le operazioni di stabilizzazione sono l'ultimo caso di esenzione dalla disciplina sugli abusi di mercato<sup>105</sup>. Queste devono essere effettuate per un periodo limitato<sup>106</sup>, e ad un prezzo che in nessun caso può essere superiore al prezzo di offerta.

Inoltre dovranno essere comunicate al pubblico le seguenti informazioni:

- a) la stabilizzazione che potrà essere attuata anche se non ci sono garanzie sulla sua realizzazione e che potrà essere interrotta in ogni momento;
- b) lo scopo della stabilizzazione;
- c) il periodo iniziale e finale della stabilizzazione;

---

<sup>104</sup> M.FRATINI-G.GASPARRI (nt. 102), p. 2475.

<sup>105</sup> L'art. 2 n. 7 del Regolamento comunitario definisce le operazioni di stabilizzazione come: «ogni acquisto o offerta di acquisto di valori mobiliari pertinenti, o ogni operazione su strumenti finanziari collegati equivalenti, da parte di imprese di investimento o di enti creditizi, effettuati nel contesto di una distribuzione significativa di detti valori mobiliari pertinenti allo scopo esclusivo di sostenere il prezzo di mercato per un periodo di tempo predeterminato, a causa della pressione alla vendita esercitata su tali valori mobiliari»

<sup>106</sup> L'art. 8 del regolamento n. 2273/2003 individua dei periodi di tempo per poter effettuare le operazioni di stabilizzazione, in particolare, nel caso di offerta iniziale di azioni o di titoli equivalenti, il periodo inizia con l'avvio delle negoziazioni sul mercato regolamentato e termina entro i 30 giorni successivi; nel caso di offerta secondaria dei suddetti titoli, il periodo decorre dalla data di comunicazione al pubblico del prezzo e termina entro 30 giorni successivi alla data dell'allocazione; nel caso di obbligazioni e altri titoli di debito non convertibili, il periodo parte dalla data di comunicazione dell'offerta e termina entro 30 giorni successivi a quella in cui l'emittente riceve il ricavo dell'emissione o, se questa è precedente, non oltre i 60 giorni successivi alla data di allocazione; nel caso di titoli di debito convertibili, il periodo parte dalla data di comunicazione al pubblico delle condizioni definitive dell'offerta e termina entro i 30 giorni successivi a quella in cui l'emittente riceve il ricavo dell'emissione o, se questa è precedente, non oltre i 60 giorni successivi alla data di allocazione.

- d) l'identità dei responsabili della stabilizzazione da indicarsi nel comunicato;
- e) l'esistenza e l'entità massima della sovrallocazione<sup>107</sup> o dell'opzione di *greenshoe*<sup>108</sup>, indicando in questo ultimo caso il periodo di esercizio dell'opzione e tutte le sue condizioni.

#### **4.2. Il reato di abuso di informazioni privilegiate**

Il reato di abuso di informazioni privilegiate (c.d. *insider trading*) è disciplinato dall'art.184 del TUF, il quale al primo comma prevede che sia punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro tre milioni chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio compia una delle seguenti azioni:

- a) acquista, venda o compia altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni privilegiate (c.d. *trading*);
- b) comunichi le informazioni privilegiate ad altri al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio (c.d. *tipping*);
- c) raccomanda o induca altri sulla base delle informazioni privilegiate a compiere le operazioni finanziarie indicate alla lettera a) (c.d. *tuyautage*).

---

<sup>107</sup> L'art. 2 n.13 del Regolamento CE n. 2273/2003 definisce la facoltà di sovrallocare, come la clausola del contratto di sottoscrizione o offerte di acquisto di un numero di valori mobiliari pertinenti superiore al numero inizialmente offerto.

<sup>108</sup> L'art. 2 n. 14 del Regolamento CE n. 2273/2003 definisce l'opzione di *greenshoe*, come l'opzione concessa dall'offerente all'impresa di investimento o all'ente creditizio che partecipa all'offerta, allo scopo di coprire le sovrallocazioni, ai sensi del quale, per un certo periodo di tempo susseguente all'offerta di valori mobiliari pertinenti, tale impresa o tale ente, possa acquistare al prezzo di offerta, fino ad un determinato quantitativo di valori mobiliari pertinenti.

Il bene oggetto di tutela contro gli abusi di informazioni privilegiate è individuato, nell'integrità e nella regolarità di funzionamento del mercato finanziario, ritenuti elementi indispensabili per sostenere la fiducia dei risparmiatori<sup>109</sup>.

La presenza di pratiche di *insider trading* rappresenta un fattore disincentivante che finisce per allontanare gli investitori dal mercato, orientandoli verso altre forme di investimento.

Partendo dal presupposto che un mercato è efficiente e regolare se sono corrette e trasparenti le operazioni che vi avvengono, e se è corretto e trasparente il processo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari che vi sono negoziati, la disparità informativa derivante dall'abuso di informazioni privilegiate si converte in un' inefficienza allocativa, poiché in presenza di un soggetto insider, le operazioni e la formazione dei prezzi degli strumenti finanziari negoziati non rispecchiano più il reale valore del titolo ed il normale e atteso andamento delle negoziazioni<sup>110</sup>.

In passato, la *ratio* della tutela aveva una visione più ristretta dell'attuale poiché era circoscritta alla sola *par condicio* informativa degli investitori (c.c. *market equalitarism*) e conseguentemente, era posto come oggetto di tutela la trasparenza del mercato attraverso la *full disclosure* che avrebbe dovuto assicurare a tutti gli investitori uguali possibilità di profitto.<sup>111</sup>

#### 4.2.1. i soggetti attivi del reato: gli insiders primari e secondari

L'abuso di informazioni privilegiate è un reato proprio, che può essere commesso solo da soggetti predeterminati dal legislatore, i c.d. *insiders*, nonostante l'utilizzo del pronome indefinito "chiunque" che compare sia nell'art. 184, comma 1 del TUF che nell'art. 187-bis, comma 4 del TUF.

---

<sup>109</sup> R.ZANOTTI, *Il nuovo diritto penale dell'economia. Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*, Sesta edizione, Giuffrè, Milano, 2008, p. 404.

<sup>110</sup> L.D.CERQUA, (nt.11), p. 809.

<sup>111</sup> E.AMATI, (nt. 101), p. 1048.

Tradizionalmente si distinguono i soggetti che possono entrare in possesso di una informazione privilegiata in *insiders* primari e *insiders* secondari.

L'art. 184, comma 1, definisce l'insider primario come « *chiunque, venga in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio* ».

Gli insider primari possono distinguersi, a loro volta, in due sottocategorie: i c.d. *insiders* istituzionali, ovvero coloro che entrano in possesso dell'informazione privilegiata grazie alla funzione svolta stabilmente all'interno dell'ente o in ragione della partecipazione al capitale; e i c.d. *insiders* temporanei, ovvero coloro che, sebbene estranei alla struttura societaria entrano in possesso della notizia in ragione dello svolgimento di un'attività lavorativa, una professione, funzione o ufficio.

Ai fini della qualificazione come *insider* primario, si rileva il nesso causale tra la posizione ricoperta o l'attività svolta e l'acquisizione della notizia.

Il previgente articolo 180 del TUF invece, prevedeva che l'*insider* primario fosse colui che possedeva informazioni privilegiate in ragione della partecipazione al capitale di una società ovvero dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio.

Gli *insiders* secondari, come definiti al comma 4, dell'art. 187-bis, rappresentano una categoria molto ampia, che comprende chiunque sia in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse.

In passato, questa categoria di soggetti era caratterizzata dal legame tra insider primario e secondario, infatti l'insider secondario era definito come colui che avesse ottenuto direttamente o indirettamente informazioni privilegiate da un insider primario; oggi, invece, il baricentro della loro definizione si sposta dalla fonte della notizia alla sua natura.

La peculiarità di questa categoria è che in base alla legge n. 62 del 18 aprile 2005 essi sono sanzionati solo sul piano amministrativo in caso di abuso di informazioni privilegiate di cui all'art. 187-*bis*.

Una novità introdotta dalla legge n. 62 del 18 aprile 2005 è l'introduzione della nuova categoria degli *insiders* criminali, ovvero coloro che posseggono l'informazione privilegiata a motivo della preparazione o dell'esecuzione di attività delittuose.

Si tratta di una categoria assolutamente eterogenea, che muta in funzione dell'attività criminosa all'origine del possesso dell'informazione, ad esempio al dipendente dell'emittente che entri in possesso di informazioni segrete attraverso la violazione di corrispondenza o allo stesso dipendente o all'*hacker* professionista che violi il sistema informatico ed acceda così ai segreti aziendali, ma anche a chi pianifichi attentati in modo da approfittare delle turbative dei mercati che ne scaturiranno.

L'interpretazione dominante e preferibile, infatti, indica l'attività criminale come il mezzo per accedere all'informazione privilegiata. Non si può escludere, tuttavia, una soluzione alternativa: l'informazione privilegiata sarebbe insita nella stessa preparazione o esecuzione di un altro reato e la realizzazione dell'attività delittuosa costituirebbe l'evento idoneo ad alterare i prezzi degli strumenti finanziari<sup>112</sup>.

Ultima considerazione da rilevare per quanto riguarda i soggetti attivi, è l'inclusione nella categoria degli *insiders* anche di tutti i soggetti che vengono iscritti nel registro delle persone in possesso di informazioni privilegiate, ai sensi dell'art. 115-*bis* del TUF. Tale registro consente di conoscere tutti i soggetti che lavorano per o per conto dell'emittente in ragione di un contratto di lavoro o di un mandato<sup>113</sup>.

Fino all'entrata in vigore del d.lgs. 58/1998, la distinzione tra le varie tipologie di *insiders* aveva un valore più che altro descrittivo, essendo le due categorie, quella

---

<sup>112</sup> G.CANZIO-D.L.CERQUA-L.LUPARIA,(a cura di) *Diritto penale delle società*, Cedam, Milano, 2014, p. 730-732.

<sup>113</sup> L.D.CERQUA (nt.11), p. 861.

degli *insiders* primari e secondari, del tutto equiparate, sia sotto il profilo delle condotte penalmente rilevanti, sia sotto quello del trattamento sanzionatorio.

Con l’emanazione del Testo Unico della Finanza, invece, la distinzione assumeva un qualche valore precettivo poiché le condotte di raccomandazione e di comunicazione poste in essere dagli *insiders* secondari non venivano punite.

Oggi tale distinzione assume una fondamentale rilevanza: essa, infatti, contribuisce a definire l’area del penalmente rilevante rispetto a quello dell’illecito amministrativo di cui all’art. 187-*bis*, comma 2, del TUF, poiché gli *insiders* secondari non sono più destinatari delle sanzioni di natura penale, ma solo di quelle di natura amministrativa.

Una posizione delicata, ai fini della configurazione di illecito penale o amministrativo, rivestono gli azionisti. Vengono considerati come *insiders* solamente gli azionisti che in virtù della loro posizione all’interno della società, godono di un accesso quasi istituzionale alle informazioni societarie, non prendendo in considerazione l’entità della partecipazione posseduta dall’azionista, sia essa di maggioranza o di minoranza.

La definizione dei destinatari dei divieti continua comunque ad essere molto ampia, secondo taluni troppo, tanto da sfiorare l’indeterminatezza<sup>114</sup>.

#### 4.2.2. Le condotte vietate

Le condotte tipiche del reato di *insider trading* sono indicate al comma 1, dell’art. 184, del TUF, che si sostanziano nelle differenti modalità di :

- a) acquistare, vendere o compiere altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni privilegiate (c.d. *trading*);
- b) comunicare a terzi le informazioni privilegiate al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell’ufficio (c.d. *tipping*);

---

<sup>114</sup> M.C. QUIRICI, (nt. 12), p. 120.



- c) raccomandare o indurre altri, sulla base delle informazioni privilegiate, al compimento di taluna delle operazioni indicate alla lettera a) (c.d. *tuyautage*).

La condotta prescritta si sostanzia, allora, in un obbligo di “non fare”: la legge impone ai soggetti in possesso di informazioni privilegiate di astenersi sia dal compimento di operazioni di *trading*, sia dal comunicare o consigliare terzi soggetti al compimento di operazioni finanziarie.

La struttura del reato, rende irrilevanti le eventuali plusvalenze o minusvalenze realizzate grazie alle operazioni compiute sfruttando l’informazione privilegiata per la punibilità del soggetto *insider*.

Il profitto realizzato costituisce semmai un criterio in sede di commisurazione della pena, la quale potrà essere aumentata in base all’ammontare del guadagno illecito<sup>115</sup>.

La prima modalità di condotta consiste nell’acquisto o nella vendita di strumenti finanziari e nel compimento di altre operazioni, sulla base dell’utilizzo dell’informazione privilegiata<sup>116</sup>. Tra le condotte peculiari vi rientra il *front running*, operazione che si realizza quando ci si avvalga di un’informazione privilegiata riguardante la prossima immissione sul mercato di un ordine di acquisto o di vendita idoneo ad influenzare il prezzo di uno strumento finanziario. Con questa operazione l’*insider*, che riceve l’ordine, collaborando con l’intermediario, gioca d’anticipo rispetto al mercato, in base alla consapevolezza che quell’ordine di acquisto o di vendita impartito dal cliente influenzerà il prezzo del titolo dello strumento finanziario.

La condotta di *trading* può essere attuata direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, locuzione questa, che ha sostituito la precedente “anche per interposta persona”. In questo modo, sono ricomprese nel divieto

---

<sup>115</sup> G.CANZIO-D.L.CERQUA-L.LUPARIA, (nt. 112), p. 741.

<sup>116</sup> Per altre operazioni ci riferiamo ad esempio ai riporti ed alle permuta. Il riporto è il contratto per il quale il riportatore trasferisce in proprietà al riportatore titoli di credito di una data specie per un determinato prezzo, e il riportatore assume l’obbligo di trasferire al riportatore, alla scadenza del termine stabilito, la proprietà di altrettanti titoli della stessa specie, verso rimborso del prezzo, che può essere aumentato o diminuito nella misura convenuta; mentre la permuta è il contratto che ha per oggetto il reciproco trasferimento della proprietà di cose, o di altri diritti, da un contraente all’altro.

anche le operazioni che l'*insider* esegue per conto di altri, sempre che vi sia piena consapevolezza degli elementi costitutivi dell'abuso<sup>117</sup>.

Nel caso in cui l'operazione di *trading* venga posta in essere da un terzo, sarà necessario che il terzo agisca per conto e nell'interesse dell'*insider* e che gli effetti ricadano esclusivamente nella sfera patrimoniale dell'*insider* stesso, se invece il terzo agisce a vantaggio proprio e dell'*insider*, si viene a configurare l'ipotesi di illecito amministrativo.

Si richiede poi che tali negoziazioni siano effettuate "utilizzando" l'informazione privilegiata e cioè che vi sia un vero e proprio collegamento strumentale fra l'informazione e l'attività di trading, con l'accertamento di un rapporto causale, che prescindendo dalle motivazioni dell'agente, ma soltanto di aver effettuato consapevolmente o meno l'operazione.

L'astensione dall'operare sul mercato non deve e non può tradursi in un obbligo assoluto, poiché è possibile compiere operazioni lecite sia quando le operazioni costituiscono un preciso obbligo di legge, ma anche quando i soggetti destinatari del divieto siano inconsapevoli del carattere privilegiato delle stesse. Al fine di sanzionare il soggetto *insider* per l'abuso di informazioni privilegiate, bisognerà effettuare l'analisi del caso concreto e del dolo generico<sup>118</sup>.

Come già visto, altri casi esclusi dal reato di abuso di informazioni privilegiate sono disciplinati dall'art. 183 del TUF che riguardano le operazioni attinenti alla politica monetaria, valutaria, o alla gestione del debito pubblico compiute dallo Stato italiano, da uno stato membro dell'Unione Europea, dal Sistema europeo delle banche centrali, da una Banca centrale di uno Stato membro dell'Unione Europea o da qualsiasi altro ente ufficialmente designato oppure da un soggetto che agisca per conto degli stessi; e le operazioni di riacquisto di azioni proprie e la stabilizzazione di uno strumento finanziario, se vengono svolte entro certi limiti indicate dal Regolamento CE n. 2273/2003.

---

<sup>117</sup> L.D.CERQUA (nt. 11), p. 100.

<sup>118</sup> Un utilizzo consapevole dell'informazione privilegiata comporta l'accertamento dell'influenza causale esercitata dalla notizia nelle decisioni di investimento, legata ai tempi e alle modalità dell'operazione, in rapporto al momento della conoscenza della notizia e al comportamento del soggetto *insider* prima e dopo la conoscenza della notizia.

Nell'ambito delle azioni irrilevanti rientra anche il *trading* di segno opposto rispetto a quello indicato dall'informazione privilegiata ed il c.d. *l'insider no trading*, cioè il comportamento del soggetto che utilizzi il proprio vantaggio informativo per astenersi dal compiere delle operazioni.

La seconda condotta, presa in considerazione alla lettera b), è definita come attività di *tipping*, condotta che si ha quando un *insider* comunica un'informazione privilegiata ad un terzo, che potrebbe utilizzarla per compiere operazioni finanziarie.

La comunicazione a terzi dell'informazione privilegiata, per costituire reato, deve avvenire «al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio»: l'inciso sostituisce la precedente formulazione “senza giustificato motivo”, la quale presentava un contenuto aperto fonte di rilevanti incertezze, soprattutto quando si stabiliva la liceità della circolazione della notizia.

Questa distinzione ha anche rilevanza sotto il profilo dell'onere probatorio poiché rispetto alla formulazione precedente, la quale prevedeva la dimostrazione da parte dell'*insider* del suo giustificato motivo, quella attuale prevede invece che l'accusa deve dimostrare che la condotta si è realizzata al di fuori del normale esercizio del lavoro<sup>119</sup>.

Per quanto riguarda poi, la definizione della “normalità”<sup>120</sup> della condotta, che rende lecita la comunicazione dell'informazione privilegiata, possono emergere delle difficoltà. Secondo l'interpretazione più convincente, la comunicazione estranea all'area del penalmente rilevante è quella funzionale e strumentale all'esercizio del lavoro, tenuto conto dell'attività concreta<sup>121</sup>.

---

<sup>119</sup> R.ZANOTTI, (nt. 109), p. 411.

<sup>120</sup> Sul tema è intervenuta la Corte di giustizia europea con sentenza del 22 novembre 2005 C-384/02, la quale, sottolineando la natura eccezionale della clausola relativa al normale esercizio dell'attività, posto che lo scopo del divieto è quello di limitare il numero di persone in grado di sfruttare l'informazione, richiede per l'integrazione di essa che sussista uno stretto legame tra la comunicazione e l'esercizio dell'attività e, inoltre, che la comunicazione sia strettamente necessaria al predetto esercizio. La Corte di giustizia, dunque, dà un'interpretazione fortemente restrittiva della clausola, esigendo che ricorrano cumulativamente due requisiti: la comunicazione deve avvenire in funzione dell'attività e deve risultare strettamente necessaria all'esercizio della stessa.

<sup>121</sup> E.AMATI (nt. 101), p. 1054.

Sul piano dell'elemento soggettivo, occorrerà che l'*insider* primario trasferisca consapevolmente l'informazione privilegiata al terzo, non assumendo rilevanza né la mera comunicazione fortuita, né quella cosciente nella quale l'*insider* ignori la natura privilegiata, indipendentemente dal fatto che il terzo (c.d. *tippee*) la utilizzi o meno per compiere le operazioni di compravendita sugli strumenti finanziari.<sup>122</sup>

Secondo una parte della dottrina, la comunicazione della notizia, dovrebbe avere ad oggetto l'informazione privilegiata nella sua interezza, dovendo inoltre, ritenersi rilevante anche la comunicazione in via indiretta dell'informazione.

La *ratio* del divieto si sostanzia nella violazione di un obbligo di segretezza, derivante dalla particolare posizione ricoperta dall'*insider* primario per effetto del possesso di un'informazione privilegiata<sup>123</sup>.

L'ultima condotta riguarda il c.d. *tuyautage*, che si ha quando l'*insider* raccomanda o induce altri al compimento delle operazioni di cui alla lettera a) dell'articolo in commento (acquisto, vendita e altre operazioni).

Nella normativa previgente, la proibizione riguardava il "consigliare" ad altri, rimandando ad una vasta gamma di comportamenti, non necessariamente espressivi di una componente di condizionamento del destinatario del suggerimento (*tuyautee*).

Con i termini "raccomandare" e "indurre", si rilevano invece comportamenti che influenzano la decisione del *tuyautee*, ossia il destinatario della raccomandazione, di compiere l'operazione, quindi la condotta potrà essere giudicata tipica quando abbia importato un riflesso nel processo motivazionale del terzo<sup>124</sup>.

Anche in questa ipotesi, non è richiesto, ai fini dell'integrazione dell'illecito da parte dell'*insider* primario, il compimento dell'operazione da parte del terzo.

---

<sup>122</sup> R.GIOVAGNOLI-M.FRATINI, *Le sanzioni amministrative*, Giuffrè, 2009, p. 1962.

<sup>123</sup> Nel caso di comunicazione selettiva di informazione privilegiata, trova applicazione quanto disposto dall'art. 114, comma 4 del TUF: quindi se i soggetti destinatari dell'informazione privilegiata non sono sottoposti ad un obbligo di riservatezza, gli emittenti ne danno integrale comunicazione al pubblico, simultaneamente alla stessa quando la divulgazione è intenzionale, senza indugio se la divulgazione non è intenzionale.

<sup>124</sup> R.GIOVAGNOLI-M.FRATINI, (nt. 122), p. 1966.

L'abuso di informazioni privilegiate è punibile a titolo di dolo generico: cioè è sufficiente la coscienza e la volontà dell'abuso, e non occorre indagare sul fine perseguito dall'*insider*.

Per il *tipping* il dolo consiste nella coscienza e nella volontà di trasmettere a terzi l'informazione privilegiata, per il *tayautage* raccomandare o indurre il terzo al compimento di un'operazione finanziaria, accompagnata dalla consapevolezza del carattere privilegiato dell'informazione, per quanto riguarda la condotta di *trading*, è richiesta la volontà e la consapevolezza di compiere l'operazione utilizzando l'informazione privilegiata<sup>125</sup>.

#### **4.3. Il trattamento sanzionatorio**

Uno degli elementi più innovativi della Direttiva n.2003/06/CE, è rappresentato dall'introduzione di sanzioni amministrative, scelta obbligata in virtù del disposto che le sanzioni avrebbero dovuto essere "efficaci, proporzionate e dissuasive"<sup>126</sup>, mentre la disciplina comunitaria configurava come mera facoltà degli Stati membri anche l'applicazione delle sanzioni penali.

L'Italia, nel recepire la Direttiva, ha adottato la soluzione più rigorosa, ossia ha mantenuto l'applicazione delle sanzioni penali come già disposto dal TUF, e ha introdotto le sanzioni amministrative<sup>127</sup>.

Il legislatore quindi ha deciso di creare due sistemi di illeciti, uno penale ed uno amministrativo, dove le condotte sanzionate sono le medesime e creando un sistema sanzionatorio definito a *doppio binario*.

---

<sup>125</sup> L.D.CERQUA, (nt. 11), p. 865.

<sup>126</sup> L'art.14 comma 1 della direttiva 2003/06/CE, stabilisce che gli Stati membri sono tenuti a garantire, conformemente al loro ordinamento nazionale, l'adozione di opportune misure amministrative e le opportune sanzioni amministrative, a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva. Gli stati membri hanno la facoltà di applicare anche le sanzioni penali. Infine, sono tenuti a garantire che tali misure siano efficaci, proporzionate e dissuasive.

<sup>127</sup> F.ANNUNZITA, (nt.31), p. 31.

Le sanzioni penali hanno subito un progressivo inasprimento durante gli ultimi anni, le quali sono state affiancate anche da quelle amministrative, introdotte dalla legge n. 62 del 18 aprile 2005.

Ultima modifica sulle sanzioni si è avuta a seguito del recepimento della legge di tutela del risparmio (legge n. 262 del 28 dicembre 2005), dove le sanzioni penali, rispetto alla legge n. 62 del 18 aprile 2005, sono state raddoppiate prevedendo una pena detentiva da due a dodici anni e una multa da € 40.000 a € 6.000.000, con un aumento anche delle sanzioni amministrative che passano da un minimo di € 100.000 ad un massimo di € 15.000.000.

L'art. 184 comma 3 del TUF prevede la facoltà per il giudice di aumentare la multa fino al triplo o fino al maggior importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata al massimo.

Con la legge n. 62 del 18 aprile 2005, al preesistente illecito penale per l'abuso di informazioni privilegiate individuato dall'art. 184 del TUF, si è affiancato quello amministrativo individuato dall'art. 187-*bis* del TUF, che prevede l'irrogazione di sanzioni amministrative per le stesse condotte che configurano il reato di abuso di informazioni privilegiate viste sopra.

Le medesime sanzioni sono applicate a chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose, compia taluna delle operazioni sopra citate. Tale previsione è frutto del crescente coinvolgimento di organizzazioni criminali e gruppi terroristici nel coinvolgimento in tali attività, con l'obiettivo di procurarsi mezzi di finanziamento per le loro attività illecite<sup>128</sup>.

L'art 187-*bis*, rispetto all'art.184 apre con la clausola "salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato", stabilendo così il concorso tra illecito penale e amministrativo, con conseguente cumulo delle sanzioni penali (art.184 TUF) e sanzioni amministrative (art. 187-*bis* TUF).

---

<sup>128</sup> F.ANNUNZIATA, (nt. 31), p. 32.

La disciplina tende ad assicurare che la compresenza dei due procedimenti non sia di ostacolo nell'accertamento delle responsabilità, infatti l'art. 187-*duodecies* esclude l'obbligo di sospensione del procedimento amministrativo in pendenza del procedimento penale.

L'eventuale cumulo tra sanzione penale ed amministrativa è regolato dall'art. 187-*terdecies*, il quale prevede che quando per lo stesso fatto è stata applicata a carico del reo o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'art. 187-*septies*, la riscossione della pena pecuniaria e della sanzione pecuniaria dipendente dal reato è limitata alla parte eccedente quella riscossa dall'Autorità amministrativa<sup>129</sup>.

A differenza dell'art. 184 che non prevede la punibilità dell'*insider* secondario per il reato di abuso di informazioni privilegiate, l'art. 187-*bis* del TUF al comma 4 contempla esclusivamente come illecito amministrativo, l'ipotesi di abuso di informazioni privilegiate commesso da chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse, compie taluno dei fatti vietati: in questo caso rientrano quindi gli *insider* secondari e anche coloro che, sulla base di un giudizio improntato a canoni di ordinaria diligenza, devono poter individuare il carattere privilegiato delle informazioni, anche se non hanno ottenuto le informazioni dagli *insider* primari<sup>130</sup>.

Altro tratto distintivo della riforma è rappresentato dall'introduzione di sanzioni accessorie, le quali possono essere irrogate sia in ipotesi di illeciti rilevanti penalmente, sia nel caso di illeciti amministrativi.

L'art.186 del TUF prevede che accanto alla sanzione penale per l'abuso di informazioni privilegiate, si affianchino delle pene accessorie interdittive che consistono:

- nell'interdizione dai pubblici uffici (art. 28 del Codice Penale<sup>131</sup>),

---

<sup>129</sup> G.AMATO, (nt. 42), p. 178

<sup>130</sup> F.ANNUNZIATA, (nt.31), p. 70

<sup>131</sup> L'art. 28 del Codice penale afferma che l'interdizione perpetua dai pubblici uffici priva il condannato: 1) del diritto di elettorato o di eleggibilità in qualsiasi comizio elettorale, e di ogni altro diritto politico; 2) di ogni pubblico ufficio, di ogni incarico non obbligatorio di pubblico servizio, e della qualità ad essi inerente di pubblico ufficiale o d'incaricato di pubblico servizio; 3) dell'ufficio di tutore o di curatore, anche provvisorio, e di ogni altro ufficio attinente alla tutela o alla cura; 4) dei gradi e della dignità

- l'interdizione da una professione o da un'arte (art. 30 del Codice Penale<sup>132</sup>),
- l'interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese (art. 32-*bis* del Codice Penale<sup>133</sup>),
- l'incapacità di contrarre con la Pubblica Amministrazione (art. 32-*ter* del Codice Penale<sup>134</sup>).

Queste pene accessorie devono avere una durata non inferiore a sei mesi e non superiori a due anni e la sentenza deve essere pubblicata su almeno due quotidiani, di cui uno economico, a diffusione nazionale.

Inoltre, l'art. 187 del TUF, contempla anche la confisca del prodotto o del profitto conseguito dal reato e dei beni utilizzati per commetterlo. Nel caso non sia possibile eseguire la confisca, essa può avere ad oggetto una somma di denaro o beni di valore equivalente.

Gli artt. 187-*quater* e 187-*sexies* TUF prevedono l'applicazione di sanzioni amministrative accessorie quali: la perdita temporanea da tre mesi a tre anni dei requisiti di onorabilità per gli esponenti aziendali ed i partecipanti al capitale sociale dei soggetti abilitati, delle società di gestione del mercato, nonché per i

---

accademiche, dei titoli, delle decorazioni o di altre pubbliche insegne onorifiche; 5) degli stipendi, delle pensioni e degli assegni che siano a carico dello Stato o di un altro ente pubblico; 6) di ogni diritto onorifico, inerente a qualunque degli uffici, dei servizi, dei gradi o dei titoli e delle qualità, della dignità e delle decorazioni indicati nei numeri precedenti; 7) della capacità di assumere o di acquistare qualsiasi diritto, ufficio, servizio, qualità, grado, titolo, dignità, decorazione e insegna onorifica, indicati nei numeri precedenti. Mentre l'interdizione temporanea priva il condannato della capacità di acquistare o di esercitare o di godere, durante l'interdizione, i predetti diritti, uffici, servizi, qualità, gradi, titoli e onorificenze. Essa non può avere una durata inferiore a un anno, né superiore a cinque.

<sup>132</sup> L'art. 30 del Codice Penale stabilisce che l'interdizione da una professione o da un'arte priva il condannato della capacità di esercitare, durante l'interdizione, una professione, un'arte, un'industria, un commercio o un mestiere, per cui è richiesto uno speciale permesso o una speciale abilitazione, autorizzazione o licenza dell'autorità, e importa la decadenza dal permesso o dall'abilitazione, o della licenza. L'interdizione da una professione o da un'arte non può avere una durata inferiore a un mese, né superiore a cinque anni, salvi i casi espressamente stabiliti dalla legge.

<sup>133</sup> L'art. 32-*bis* del Codice Penale stabilisce che l'interdizione dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese priva il condannato della capacità di esercitare, durante l'interdizione, l'ufficio di amministratore, sindaco, liquidatore, direttore generale e dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, nonché ogni altro ufficio con potere di rappresentanza della persona giuridica o dell'imprenditore. Essa consegue a ogni condanna alla reclusione non inferiore a sei mesi per delitti commessi con abuso dei poteri o violazione dei doveri inerenti all'ufficio.

<sup>134</sup> L'art. 32-*ter* del Codice Penale afferma che l'incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione importa il divieto di concludere contratti con la pubblica amministrazione, salvo che per ottenere le prestazioni di un pubblico servizio. Essa non può avere durata inferiore ad un anno né superiore a tre anni.



revisori e i promotori finanziari e, nel caso di società quotate, l'incapacità temporanea per gli esponenti di queste ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo.

Il comma 3 dell'art. 187-*quater* prevede poi che la Consob, ha la facoltà di intimare ai soggetti abilitati<sup>135</sup>, di non avvalersi, nell'esercizio della propria attività e per un periodo non superiore a tre anni, della collaborazione dell'autore della violazione, e di richiedere al relativo ordine professionale la temporanea sospensione del soggetto<sup>136</sup>.

L'art. 187-*decies* disciplina il rapporto tra procedimenti amministrativi e penali, prevedendo un dovere di collaborazione tra Autorità Giudiziaria e Consob al fine di agevolare l'accertamento delle violazioni anche quando queste non costituiscano reato.

Il pubblico Ministero, qualora abbia notizia di un reato di *insider trading*, deve informare senza ritardo il Presidente della Consob.

Diversamente, la Consob, se durante l'attività di accertamento ha raccolto elementi che facciano presumere l'esistenza di un reato, deve trasmettere tempestivamente al Pubblico Ministero con una relazione motivata la documentazione raccolta, così l'Autorità Giudiziaria potrà avviare l'indagine per l'illecito penale a cui si potrà affiancare quella per l'illecito amministrativo operata dalla Consob.

---

<sup>135</sup> I soggetti abilitati sono individuati all'art.1, comma 1, lett r) del TUF e comprendono le imprese di investimento, le società di gestione del risparmio (SGR), le società di gestione armonizzate, le società di investimento a capitale variabile (SICAV), gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del Testo Unico Bancario e le banche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento.

<sup>136</sup> M. PROSPERETTI-A.COLAVOLPE, *Le banche*, Ipsoa, 2012, p. 700

#### 4.4. I poteri della Consob sugli abusi di mercato

Il recepimento della Direttiva 2003/06/CE ha comportato un ampliamento dei poteri di indagine e accertamento in capo alla Consob, al fine di garantire la repressione dei fenomeni di violazione delle regole del mercato<sup>137</sup>.

I nuovi poteri attribuiti alla Consob dall'art. 187-*octies* TUF, possono essere esercitati anche in tema di informazione societaria grazie al richiamo nell'art. 115, comma 1, lett *c-bis*) del TUF dell'art. 187-*octies* del TUF.

L'art. 187-*octies* attribuisce alla Consob poteri di indagine più penetranti rispetto al passato. Prima del recepimento della Direttiva 2003/6/CE la Consob poteva, solo nei confronti dei soggetti sottoposti a vigilanza, avvalersi dei poteri conferiti dagli art. 114 e 115<sup>138</sup>.

Adesso invece la Consob può nei confronti di chiunque appaia informato sui fatti:

- a) richiedere notizie, dati e documenti sotto qualsiasi forma stabilendo il termine per la relativa comunicazione;
- b) richiedere le registrazioni telefoniche esistenti stabilendo il termine per la relativa comunicazione;
- c) procedere ad audizione personale;
- d) procedere al sequestro dei beni che possono formare oggetto di confisca ai sensi dell'art. 187-*sexies*;
- e) procedere ad ispezioni;
- f) procedere a perquisizioni.

Inoltre, nell'ambito di questi nuovi poteri, la Consob può avvalersi, in deroga ai divieti in materia di protezione dei dati personali, della collaborazione di

---

<sup>137</sup> Infatti si riteneva che il fallimento della lotta al fenomeno del *market abuse* fosse una causa da ascrivere principalmente alla limitatezza dei poteri di indagine conferiti agli organismi di controllo. Il legislatore italiano ha preferito andare al di là di quanto stabilito dalla Direttiva 2003/06/CE, rafforzando significativamente i poteri della Consob. M.FRATINI-G.GASPARRI (nt. 102), p. 2551.

<sup>138</sup> In particolare in base all'art. 114, comma 3, la Consob poteva richiedere agli emittenti quotati ed ai soggetti che li controllano notizie e documenti necessari per l'informazione al pubblico. Inoltre, in base all'art. 115 la Consob poteva richiedere agli emittenti quotati, ai soggetti che li controllano e alle società controllate notizie e documenti e poteva apprendere notizie da amministratori e sindaci e poteva effettuare ispezioni.

pubbliche amministrazioni, accedere al sistema informativo dell'anagrafe tributaria per la comunicazione di dati ed informazioni sui singoli soggetti, può acquisire anche dati relativi al traffico telefonico dei soggetti sottoposti ad indagine, accedere all'anagrafe dei conti e dei depositi e accedere direttamente Centrale dei rischi della Banca d'Italia<sup>139</sup>.

La Consob, nell'esercizio dei poteri di indagine può avvalersi della Guardia di Finanza che, nell'esercizio degli accertamenti richiesti, agisce con poteri di accesso, ispezione e verifica di cui dispone ai fini dell'accertamento dell'imposta sul valore aggiunto e delle imposte sui redditi<sup>140</sup>.

Per l'esercizio di alcuni di questi poteri è previsto che la Consob debba essere autorizzata dal Procuratore della Repubblica, in particolare dovranno essere autorizzate il sequestro dei beni e le perquisizioni.

L'autorizzazione poi sarà necessaria quando la Consob richieda registrazioni telefoniche, proceda ad ispezione, richieda la comunicazione di dati personali, di soggetti diversi da quelli abilitati e da quelli sottoposti alla vigilanza della Consob in base al Testo Unico della Finanza.

Il sequestro dei beni e l'ordine di porre termine alle condotte, sono dei poteri esercitati dalla Consob che hanno una natura cautelare, in particolare, quest'ultimo potere può essere adottato solo in presenza di elementi che facciano presumere l'illiceità di tali condotte e può essere diretto nei confronti di chiunque sia l'autore.

---

<sup>139</sup> La Centrale dei rischi è un sistema informativo sull'indebitamento della clientela verso le banche e le società finanziarie. Gli intermediari comunicano mensilmente alla Banca d'Italia i crediti verso i propri clienti superiori a 30.000 euro e i crediti in sofferenza di qualsiasi importo e ricevono mensilmente dalla Banca d'Italia le informazioni sul debito verso il sistema creditizio di ciascun cliente segnalato.

<sup>140</sup> M.C. QUIRICI (nt. 102), p. 133

#### 4.5. La responsabilità dell'ente per l'abuso di informazioni privilegiate

Oltre al sistema sanzionatorio in capo all'autore del reato di abuso di informazioni privilegiate, rileviamo la responsabilità dell'ente per l'abuso di informazioni privilegiate sotto un duplice profilo:

- art. 25-*sexies* del d.lgs. dell'8 giugno 2001;
- art. 187-*quinquies* del TUF.

La legge n.62 del 18 aprile 2005 ha introdotto nel d.lgs. n. 231 dell'8 giugno 2001<sup>141</sup> l'art. 25-*sexies*, articolo che prevede una sanzione pecuniaria se l'ente è responsabile<sup>142</sup>.

In base all'art. 5 del d.lgs. n. 231 dell'8 giugno 2001 l'ente è responsabile per reati commessi nel suo interesse o al suo vantaggio da:

- persone che rivestono funzioni di rappresentanza, di amministrazione o di direzione dell'ente o di una sua unità organizzativa dotata di autonomia finanziaria e funzionale;
- da persone sottoposte alla direzione e alla vigilanza di tali soggetti.

L'ente non è responsabile se tali soggetti hanno agito nell'interesse proprio o di terzi.

La responsabilità dell'ente poi risulterà esclusa se, nonostante il reato venga commesso dai soggetti indicati sopra, l'ente abbia adottato prima della commissione del reato un modello organizzativo per la prevenzione di tali reati (art. 6 comma 1 lett *a* del d.lgs. n. 231 dell'8 giugno 2001<sup>143</sup>).

---

<sup>141</sup> Il decreto legislativo n. 231 dell'8 giugno 2001 disciplina la responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell'art.11 della legge 29 settembre del 2000.

<sup>142</sup> In base all'art. 25-*sexies*, l'insorgere della responsabilità dell'ente comporta l'irrogazione della sanzione pecuniaria da 4.000 a 1.000 quote, sarà poi il giudice a determinare il valore della singola quota. Se il prodotto o il profitto conseguito dall'ente è di rilevante entità, la sanzione potrà essere aumentata fino a dieci volte il prodotto o profitto conseguito. L.D.CERQUA (nt. 11), p. 888.

<sup>143</sup> Bisogna creare all'interno dell'ente un organismo dotato di poteri autonomi di vigilanza con lo scopo di vigilare sull'osservanza e sul funzionamento del modello organizzativo. I modelli organizzativi devono individuare le attività rischiose e soggetti che potrebbero compiere gli illeciti, prevedere specifici protocolli diretti a programmare la formazione e l'attuazione delle decisioni, individuare modalità di gestione delle risorse finanziarie idonee ad impedire la commissione degli illeciti, prevedere obblighi informativi nei confronti dell'organismo addetto a vigilare sul funzionamento e sull'osservanza dei

Sempre la legge n. 62 del 18 aprile 2005 ha costruito un'ulteriore figura di responsabilità amministrativa della persona giuridica (art. 187-*quinquies* del TUF), modellato sullo schema sanzionatorio previsto dal d.lgs. n. 231 dell'8 giugno 2001.

Secondo l'art. 187-*quinquies* del TUF l'ente è responsabile al pagamento di una somma pari all'importo della sanzione amministrativa irrogata per illeciti di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, poste in essere dalle persone fisiche collocate in posizione apicale nell'organizzazione dell'ente<sup>144</sup>, o da persone sottoposte alla vigilanza o alla direzione di questi soggetti, sempre che l'illecito sia stato commesso nell'interesse o vantaggio dell'ente.

Se il prodotto o il profitto conseguito dall'ente è di rilevante entità, l'importo della sanzione sarà aumentata fino a dieci volte tale profitto o prodotto.

Il meccanismo di ascrizione della responsabilità amministrativa dell'ente è, in larga parte quello delineato dal d.lgs. n. 231 dell'8 maggio del 2001, le principali differenze risiedono nel fatto che, l'ente, per essere esente da sanzione, dovrà dimostrare che le persone fisiche imputate hanno agito esclusivamente nell'interesse proprio o di terzi, mentre nel d.lgs. n. 231/2001 l'onere della prova è a carico del Pubblico Ministero. Spetterà poi alla Consob, e non al giudice penale irrogare la sanzione amministrativa<sup>145</sup>.

Si assiste così, oltre all'irrogazione di una sanzione penale e una sanzione amministrativa in capo alla persona fisica che ha posto in essere il reato di abuso di informazioni privilegiate, all'irrogazione di una sanzione amministrativa *ex* art. 25-*sexies* d.lgs. 231/2001 dipendente da reato di *insider trading* da parte del giudice penale e l'irrogazione di una sanzione amministrativa dipendente da

---

modelli, introdurre un sistema disciplinare idoneo a sanzionare il mancato rispetto delle misure indicate nel modello.

<sup>144</sup> Dobbiamo riferirci a persone che rivestono funzioni di rappresentanza, di amministrazione o di direzione dell'ente o di una sua unità organizzativa dotata di autonomia finanziaria o funzionale nonché da persone che esercitano, anche di fatto, la gestione e il controllo dello stesso.

<sup>145</sup> G.GIACOBBE (a cura di), *Scritti in memoria di Vittorio Sgroi*, Giuffrè, 2008, p. 469.

illecito amministrativo di *insider trading* da parte della Consob, in capo all'ente cui la persona fisica che ha commesso il reato appartiene<sup>146</sup>.

#### **4.6. Le misure di prevenzione**

La Direttiva 2003/06/CE e la Direttiva di attuazione 2004/72/CE hanno introdotto nel nostro sistema nuove forme di prevenzione delle condotte di *insider trading*.

Queste misure consistono nel:

- Registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate (art. 115-*bis* del TUF);
- *Internal dealing*, ossia obblighi di comunicazione alla Consob e al pubblico di tutte le operazioni effettuate dai soggetti rilevanti (art. 114, comma 7, del TUF);
- La segnalazione delle operazioni sospette

##### *4.6.1. Il registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate*

Il registro delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate ha come scopo la tutela preventiva del reato di abuso di informazioni privilegiate in quanto permette di identificare *ex ante* le persone a conoscenza delle informazioni privilegiate, ma ha anche una funzione repressiva in quanto tale registro agevola le autorità competenti nello svolgimento delle indagini volte ad accertare l'abuso di informazioni privilegiate.

---

<sup>146</sup> Anche in questo caso, per evitare il cumulo delle sanzioni bisogna riferirsi a quanto stabilito dall'art. 187-*terdecies* del TUF il quale afferma che quando per lo stesso fatto è stata applicata a carico del reo o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria per l'illecito amministrativo e una sanzione pecuniaria dipendente da reato, quest'ultime sono rimosse solo per la parte eccedente a quella già riscossa dall'Autorità amministrativa.

L'art. 115-bis, del TUF, prescrive che *«Gli emittenti quotati e i soggetti da questi controllati, o le persone che agiscono in loro nome o per loro conto, devono istituire, e mantenere regolarmente aggiornato, un registro delle persone che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte, hanno accesso alle informazioni indicate all'articolo 114, comma 1. La Consob determina con regolamento le modalità di istituzione, tenuta e aggiornamento dei registri»*.

I soggetti tenuti ad istituire e a mantenere tale registro sono quindi gli emittenti quotati, i soggetti in rapporto di controllo con essi, e le persone che agiscono in nome e per conto dell'emittente <sup>147</sup>, e tale obbligo di istituzione del registro interviene quando i soggetti rilevanti hanno la possibilità di accedere alle informazioni privilegiate.

In tale registro devono essere iscritti tutti coloro che in ragione della loro attività lavorativa o professionale, ovvero in ragione delle funzioni svolte possono entrare in possesso di informazioni privilegiate in modo lecito e autorizzato.

Saranno esclusi dall'iscrizione dal registro le persone che entrano in possesso di informazioni privilegiate in modo fraudolento.

Tale accesso non implica necessariamente il possesso delle informazioni privilegiate, infatti nel registro saranno iscritti sia soggetti che sono permanentemente in possesso di informazioni privilegiate come i vertici aziendali, sia soggetti che possano venire in possesso di tali informazioni in via occasionale, come ad esempio un consulente di una determinata operazione <sup>148</sup>.

---

<sup>147</sup> Per i soggetti da includere tra quelli che agiscono in nome o per conto dell'emittente o dei soggetti in rapporto di controllo con esso, la Consob, nella comunicazione DME/6027054 ha indicato l'opportunità di non attenersi ad un'interpretazione formale e, in via non esaustiva ha chiarito che tra tali soggetti debbano rientrare: a) i consulenti dell'emittente o dei soggetti in rapporto di controllo con esso relativamente ad operazioni riguardanti l'emittente (in materia legale, fiscale, economico aziendale); b) le banche che organizzano e attuano programmi di finanziamento dell'emittente la cui esistenza è da ritenere rilevante per la stabilità finanziaria dell'emittente ovvero che comportano anche la prestazione di attività di consulenza, c) i soggetti abilitati che detengono informazioni privilegiate relative all'emittente in qualità di aderenti a consorzi di collocamento e garanzia per l'emissione di strumenti finanziari, con esclusione della ordinaria attività di trading nell'ambito dello svolgimento dei servizi di intermediazione, d) le società di revisione, e) i soggetti abilitati che svolgono la funzione di sponsor a favore di un emittente. S.VINCENZI, *Gli abusi di mercato, dalle norme alle prassi operative*, Targem edizioni scientifiche, 2012, p. 53.

<sup>148</sup> F.ANNUNZIATA, (nt.31), p. 29.

L'art. 152-*bis* del Regolamento Emittenti stabilisce il contenuto minimo del registro, e in particolare:

- L'identità di ogni persona che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte per conto del soggetto obbligato alla tenuta del registro, ha accesso su base regolare o occasionale a informazioni privilegiate; qualora la persona sia una persona giuridica, un ente o una associazione di professionisti dovrà essere indicata anche l'identità di almeno un soggetto di riferimento che sia in grado di individuare le persone che hanno avuto accesso a informazioni privilegiate;
- la ragione per cui la persona è iscritta nel registro;
- la data in cui la persona è stata iscritta nel registro;
- la data di ogni aggiornamento delle informazioni riferite alla persona.

L'emittente comunque è libero di inserire ulteriori informazioni, e tale registro dovrà essere sempre aggiornato ogni qual volta muta la ragione per la quale una persona è stata iscritta, o quando una persona non ha più accesso a informazioni privilegiate.

In base all'art. 152-*quinquies* del Regolamento Emittenti, l'emittente deve comunicare alle persone iscritte il loro avvenuto inserimento nei registri, della loro cancellazione o aggiornamento, tempestivamente<sup>149</sup>.

Tale registro può essere istituito e mantenuto sia su supporto digitale che informatico, e lo si può strutturare in base a diversi criteri quali temporale, per categorie di soggetti in possesso delle informazioni privilegiate, e per categorie di informazioni privilegiate<sup>150</sup>.

---

<sup>149</sup> I soggetti iscritti in un registro *insider* possono essere informati di questo evento anche attraverso una semplice comunicazione *email*, in quanto la normativa non richiede alcuna formalità della comunicazione, purché tuttavia l'emittente sia in grado di provare l'avvenuta ricezione della comunicazione.

<sup>150</sup> M.PETRULLI-F.RUBINO, (nt. 50), p. 102.



#### 4.6.2. *L'internal dealing: le operazioni effettuate dai soggetti rilevanti*

L'art. 114, comma 7, del TUF, impone ad alcune categorie di soggetti che rivestono funzioni apicali all'interno di un emittente quotato o che detengono quote significative di partecipazione al capitale sociale, l'obbligo di comunicare al pubblico e alla Consob tutte le operazioni di compravendita aventi ad oggetto azioni emesse dall'emittente stesso o altri strumenti finanziari ad esse collegate<sup>151</sup>.

Questa norma vuole dare massima trasparenza alle operazioni eseguite dai soggetti rilevanti, al fine di tutelare l'efficienza del mercato e per prevenire eventuali comportamenti abusivi poiché tali soggetti in virtù del ruolo ricoperto all'interno dell'emittente hanno accesso alle informazioni privilegiate<sup>152</sup>.

Considerando la posizione di particolare rilievo che rivestono questi soggetti all'interno della società è evidente che le operazioni di acquisto o di vendita sui titoli della società possono avere un particolare valore informativo per il mercato, come nel caso in cui un amministratore acquisti titoli della società, generando così un segnale di fiducia verso il mercato, viceversa per le operazioni di vendita. Proprio per questo, la normativa ha posto in capo a questi soggetti l'obbligo di comunicare al mercato tempestivamente qualsiasi operazione di acquisto/vendita compiuta sui titoli della loro società (art. 114, comma 7, del TUF e artt. 152-*sexies* e seguenti del Regolamento Emittenti).

Questa norma non è di certo del tutto innovativa visto che un primo nucleo di regole simile già si riscontrava nella legge n. 216 del 7 giugno 1974<sup>153</sup>, ma la

---

<sup>151</sup> L'ambito oggettivo della disciplina fa riferimento alle operazioni di acquisto, vendita, sottoscrizione e scambio di azioni o di strumenti finanziari collegati ad azioni. Per strumenti finanziari collegati ad azioni si intendono: a) gli strumenti finanziari che permettono di sottoscrivere, acquistare o cedere le azioni; b) gli strumenti finanziari di debito convertibili in azioni o scambiabili con essi; c) gli strumenti finanziari derivati sulle azioni; d) gli strumenti finanziari che rappresentano azioni e con esse assimilabili; e) le azioni quotate nei mercati regolamentati italiani emesse da società controllate dall'emittente quotato e gli strumenti finanziari precedentemente elencati e collegate alle azioni; f) le azioni non quotate emesse da società controllate dall'emittente quotato, quando il valore contabile della partecipazione nella società controllata rappresenta più del 50% dell'attivo patrimoniale dell'emittente quotato, come risultante dall'ultimo bilancio approvato, e gli strumenti finanziari precedentemente elencati.

<sup>152</sup> M.PETRULLI-F.RUBINO (nt.50), p. 87.

<sup>153</sup> L'art. 17 della legge n. 216 del 7 giugno 1974 stabiliva che gli amministratori, i sindaci, i direttori generali delle società con azioni quotate dovevano comunicare alla Consob entro 30 giorni dalla data di accettazione della nomina o dalla data di acquisto, le partecipazioni dirette o indirette nella società stessa

disciplina comunitaria aggiunge ulteriori elementi , visto che i relativi obblighi di comunicazione devono essere effettuate sia a Consob che al pubblico.<sup>154</sup>

In base all'art. 114, comma 7, del TUF, i soggetti tenuti alla comunicazione a Consob e al pubblico delle operazioni, avente ad oggetto azioni emesse dall'emittente o altri strumenti finanziari ad esse collegate, anche per interposta persona , sono:

- i soggetti che svolgono funzione di amministrazione o di controllo di un emittente quotato;
- i soggetti che svolgono funzione di direzione di un emittente quotato e i dirigenti che abbiano regolare accesso a informazioni privilegiate e detengano il potere di adottare decisioni di gestione che possano incidere sull'evoluzione e sulle prospettive future dell'emittente quotato;
- chiunque detenga azioni in misura almeno pari 10 per cento del capitale sociale;
- ogni altro soggetto che controlla l'emittente quotato<sup>155</sup>.

Per evitare facili elusioni della disciplina è richiesta anche la comunicazione da parte delle persone strettamente legate con i soggetti cui sopra.

In questa categoria di soggetti vi rientrano il coniuge non legalmente separato, i figli, il coniuge a carico, il convivente se da almeno un anno, i genitori, i parenti e gli affini, nonché altri casi individuati da Consob con regolamento.

A tal proposito, il Regolamento Emittenti individua nella categoria dei soggetti strettamente legate ai soggetti rilevanti anche: le persone giuridiche, le società di persone, e i *trust*<sup>156</sup> in cui un soggetto rilevante o una delle persone sopra indicate sia titolare, da solo o congiuntamente tra loro, della funzione di gestione; le persone giuridiche controllate, direttamente o indirettamente da un soggetto rilevante o da una delle persone sopra indicate; le società di persone cui interessi

---

o di una sua controllata. Inoltre, entro 15 giorni dalle fine di ogni trimestre dovevano informare la Consob in merito ad eventuali operazioni compiute sugli stessi strumenti oggetto della precedente comunicazione.

<sup>154</sup> F. ANNUNZIATA, (nt. 31), p. 30

<sup>155</sup> Tali soggetti vengono definiti dall'art. 152-*sexies* del Regolamento Emittenti come soggetti rilevanti.

<sup>156</sup> Il *trust* è un istituto giuridico con cui una o più persone (disponente) trasferiscono beni e diritti ad un altro soggetto (*trustee*), il quale assume l'obbligo di amministrarli nell'interesse di uno o più beneficiari a cui dovrà trasferirli dopo un dato periodo di tempo, o per un fine determinato.

economici siano sostanzialmente equivalenti a quelli di un soggetto rilevante o di una delle persone sopra indicate; i *trust* costituiti a beneficio di un soggetto rilevante o di una delle persone sopra indicate.

Non devono essere comunicate le operazioni il cui importo non superi i cinquemila euro annui<sup>157</sup>, le operazioni effettuate tra il soggetto rilevante e le persone ad esso strettamente legate, e quelle effettuate dallo stesso emittente quotato e società da esso controllate<sup>158</sup>.

I soggetti rilevanti, con esclusione dei soggetti che detengano almeno il 10% del capitale sociale e dei soggetti che controllano l'emittente quotato, devono comunicare a Consob ed all'emittente quotato<sup>159</sup>, le operazioni sulle azioni e sugli strumenti finanziari collegate, compiute da loro stessi e dalle persone strettamente collegate a loro, entro 5 giorni di mercato aperto dalla data del compimento dell'operazione.

I detentori almeno del 10 % del capitale sociale ed i soggetti che controllano l'emittente quotato devono invece comunicare alla Consob e pubblicare tali operazioni entro la fine del quindicesimo giorno del mese successivo quello in cui è stata effettuata l'operazione.

#### *4.6.3. La segnalazione delle operazioni sospette*

La segnalazione delle operazioni sospette è un'ulteriore novità introdotta dalla Direttiva 2003/6/CE volta a stabilire una nuova forma di prevenzione delle condotte illecite.

L'art. 187-*nonies* stabilisce che i soggetti abilitati<sup>160</sup>, gli agenti di cambio iscritti nel ruolo unico nazionale e le società di gestione del mercato devono segnalare senza indugio alla Consob le operazioni che, in base a ragionevoli motivi,

---

<sup>157</sup> Successivamente ad ogni comunicazione non sono comunicate le operazioni il cui importo complessivo non raggiunga un controvalore di ulteriori cinquemila euro entro la fine dell'anno. Per gli strumenti finanziari derivati l'importo è calcolato con riferimento alle azioni sottostanti.

<sup>158</sup> L'art. 152-*septies* individua altri casi di esenzioni.

<sup>159</sup> L'emittente quotato poi pubblicherà al pubblico le informazioni ricevute entro la fine del giorno di mercato aperto successivo a quello del loro ricevimento.

possono configurare una violazione delle disposizioni in tema di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato.

L'obiettivo della comunicazione delle operazioni sospette è quello di coinvolgere direttamente i soggetti che operano professionalmente sul mercato nell'attività di prevenzione delle condotte illecite<sup>161</sup>.

L'oggetto della segnalazione non riguarda soltanto le operazioni compiute, ma anche gli ordini non eseguiti.

L'art. 45 del Regolamento mercati definisce i criteri che devono essere presi in considerazione per identificare un'operazione sospetta comprendendo: gli elementi costitutivi degli illeciti di abuso di mercato; la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate come previsto dall'art. 114 del TUF; la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate riferite ai derivati su merci; tutte le esemplificazioni contenute nella Comunicazione Consob n. DME/5078692<sup>162</sup>.

---

<sup>161</sup> F.ANNUNZIATA, (nt. 34), p. 443.

<sup>162</sup> La Comunicazione Consob n. DME/5078692 riporta le esemplificazioni formulate dal CESR, che suddivide tali esemplificazioni in le in 3 categorie. 1) Costituiscono possibili segnali di *insider trading* o di manipolazione del mercato: a) un'inusuale concentrazione di operazioni su un particolare strumento finanziario; b) un'inusuale ripetizione di operazioni tra un piccolo numero di clienti in un determinato periodo di tempo; c) un'inusuale concentrazione di operazioni e/o ordini con un solo cliente o con differenti conti di un medesimo cliente o con un limitato numero di clienti, specie se i clienti sono tra loro collegati. 2) Costituiscono possibili segnali di *insider trading*: a) il cliente apre un conto e conferisce subito l'ordine di effettuare un'importante operazione o, in caso di clienti istituzionali che operano su mercati all'ingrosso, conferisce ordini inusuali o di eccezionale rilevanza su uno specifico strumento finanziario; assume ulteriore rilievo in tal caso la circostanza che il cliente insista perché l'ordine sia eseguito con particolare urgenza o prima di un certo orario; b) l'operazione o la strategia di investimento richiesta dal cliente che sia sensibilmente diversa dalle precedenti strategie di investimento poste in essere dallo stesso cliente per tipologia di strumento finanziario o per controvalore investito o per dimensione dell'ordine o per durata dell'investimento, ecc.; c) il cliente richiede specificatamente l'immediata esecuzione di un ordine senza curarsi del prezzo al quale l'ordine verrebbe eseguito; d) un'operatività significativa tra azionisti rilevanti o *manager* della società prima dell'annuncio di un importante evento societario; e) un'inusuale operatività sulle azioni di una società prima dell'annuncio di informazioni *price sensitive* relative alla società; f) la presenza nel conto del dipendente o collaboratore di operazioni e ordini che nella tempistica di esecuzione anticipano le operazioni e gli ordini della clientela sullo stesso strumento finanziario (*front running*). 3) Costituiscono possibili segnali di manipolazione del mercato: a) operazioni senza alcuna apparente motivazione che quella di aumentare o ridurre il prezzo di uno strumento finanziario o di aumentare i quantitativi scambiati su uno strumento finanziario, specie quando gli ordini di questo tipo finiscono per portare all'esecuzione di contratti nei periodi di negoziazione utili alla determinazione di prezzi di riferimento; b) ordini che, a causa delle loro dimensioni rispetto alla liquidità di uno specifico strumento finanziario, avranno chiaramente un impatto significativo sulla domanda o sull'offerta o sul prezzo o sulla valutazione di tale strumento finanziario, specie quando tali ordini portano all'esecuzione di operazioni nei periodi di negoziazione utili alla determinazione di prezzi di riferimento, ad esempio verso la chiusura delle negoziazioni; c) operazioni che sembrano avere la finalità di aumentare il prezzo di uno strumento finanziario nei giorni precedenti all'emissione di uno strumento finanziario derivato collegato o di uno strumento finanziario convertibile; d) operazioni che, proprio nei giorni precedenti l'emissione di uno strumento finanziario derivato collegato o di uno

Tale elencazione non è esaustiva e completa, essa costituisce un punto di partenza per le successive valutazioni che devono essere effettuate caso per caso, tenendo conto anche di circostanze, informazioni, e fatti intervenuti successivamente all'operazione.

L'art. 47 del Regolamento Mercati definisce il contenuto delle segnalazioni delle operazioni sospette, le quali dovranno indicare: la descrizione dell'operazione, il motivo per cui tale operazione possa costituire abuso di mercato, gli estremi delle persone coinvolte nell'operazione e il ruolo che ricopre il soggetto che effettua la segnalazione.

Il problema di questa misura preventiva è rappresentato dal rapporto che sussiste tra la segnalazione dell'anomalia da parte dell'intermediario e l'obbligo di eseguire l'ordine, più precisamente non viene chiarito dalla normativa se l'intermediario dopo la segnalazione deve astenersi dal compiere l'operazione o meno.

---

strumento finanziario convertibile, sembrano avere la finalità di sostenere il prezzo dello strumento finanziario in presenza di un andamento discendente dei prezzi di tale strumento finanziario; e) operazioni che sembrano tentare di modificare la valutazione di una posizione senza che venga modificata, in aumento o in diminuzione, la dimensione della posizione stessa; f) operazioni che sembrano cercare di aumentare o ridurre il prezzo medio ponderato del giorno o di un periodo della sessione di negoziazione; g) operazioni che sembrano tentare di far segnare un prezzo di mercato allo strumento finanziario mentre a sua liquidità non è sufficiente per far segnare un prezzo nella sessione di negoziazione; h) operazioni che sembrano cercare di aggirare gli accorgimenti previsti dai meccanismi di negoziazione; i) viene modificato il *bid-ask spread* proprio quando un'operazione deve essere conclusa o eseguita e questo *spread* è un fattore per la determinazione del prezzo di tale operazione; j) la cancellazione di ordini per quantitativi importanti pochi secondi prima del termine dell'asta a chiamata elettronica determinando una significativa variazione del prezzo teorico dell'asta e, quindi, del prezzo dell'asta; k) operazioni che nel giorno di scadenza di uno strumento finanziario derivato sembrano cercare di mantenere il prezzo dello strumento finanziario sottostante al disotto del prezzo di esercizio dello strumento finanziario derivato; l) operazioni che nel giorno di scadenza di uno strumento finanziario derivato sembrano finalizzate a far passare il prezzo dello strumento finanziario sottostante al disopra del prezzo di esercizio dello strumento finanziario derivato; m) operazioni che sembrano cercare di modificare il prezzo di regolamento di uno strumento finanziario quando questo prezzo è utilizzato come riferimento per il calcolo dei margini.

## Conclusioni

Nel presente lavoro, è stato esaminato il fenomeno dell'*insider trading* e si è capito come il comportamento scorretto da parte di alcuni soggetti, possa incidere negativamente sull'integrità e sul regolare funzionamento dei mercati finanziari, ritenuti elementi indispensabili per sostenere la fiducia dei risparmiatori.

A partire dalla legge n. 157 del 17 maggio 1991 fino ad arrivare al recepimento della Direttiva sugli abusi di mercato, il legislatore ha cercato, sempre con maggior forza, di creare un tessuto normativo in grado di reprimere e prevenire l'abuso di informazioni privilegiate.

Grazie al recepimento della Direttiva sul *market abuse*, si sono attuati importanti cambiamenti rispetto alla precedente normativa, che incidono su molteplici aspetti che vanno tutti verso la direzione di tutelare l'integrità e il buon funzionamento del mercato finanziario. Le principali novità riguardano:

- la definizione più puntuale di informazione privilegiata: l'art. 181, comma 1, del TUF recita che *«Per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari»*. Rispetto al passato, sono stati introdotti ulteriori elementi definitori che eliminano eventuali incomprensioni sul carattere della precisione e sulla sua idoneità, se resa pubblica, ad influire sensibilmente sui prezzi degli strumenti finanziari;
- l'estensione della categoria degli insider primari definendoli come coloro che sono: *«in possesso di informazioni privilegiate in ragione della loro qualità di membri di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una*

*funzione, anche pubblica, o di un ufficio»* (nuovo art. 184, comma 1). Ai fini della qualificazione come insider primario rileva ancora l'esistenza di un nesso causale tra la posizione ricoperta o l'attività svolta e l'ottenimento della notizia e, successivamente, tra il possesso dell'informazione privilegiata e il compimento di operazioni, anche per interposta persona, su strumenti finanziari<sup>163</sup>;

- aver esteso anche agli insider secondari i divieti di *tipping* e di *tuyautage*: il vecchio articolo 180, comma 2, definiva l'*insider* secondario come colui che avesse ottenuto, direttamente o indirettamente, informazioni privilegiate da un *insider* primario. Adesso, il nuovo art. 187-bis, non evidenzia più il legame tra insider primario e secondario, prevedendo la punibilità di «*chiunque risulti in possesso di informazioni privilegiate*». Comunque la nuova disciplina esercita una minore pressione sugli insider secondari, perché i fatti illeciti da questi commessi, sono passati da reati ad illeciti amministrativi.
- aver ampliato i poteri della Consob: essa potrà, “nei confronti di chiunque appaia informato sui fatti”, richiedere notizie, dati e documenti, attuare registrazioni telefoniche, procedere ad audizioni personali, ispezioni e perquisizioni e sequestrare i beni oggetto di confisca.

Al fine di combattere il reato di abuso di informazioni privilegiate, il legislatore ha optato per l'introduzione di efficaci mezzi di tutela repressiva e preventiva.

Il mezzo di tutela repressiva introdotto è stato quello di inasprire le sanzioni penali e introdurre sanzioni amministrative: l'introduzione nel nostro ordinamento delle sanzioni amministrative era una scelta obbligata in virtù del disposto della Direttiva n. 2003/6/CE, la quale stabiliva che le sanzioni avrebbero dovuto essere “efficaci, proporzionali e dissuasive”, mentre la disciplina comunitaria configurava come mera facoltà degli Stati membri l'applicazione anche delle sanzioni penali. L'Italia ha deciso, nel recepire la Direttiva, di adottare la soluzione più rigorosa, cioè quella di prevedere sia sanzioni penali

---

<sup>163</sup> M.C.Q (nt. 17), p. 120

che amministrative, per le stesse ipotesi che configurano il reato di abuso di informazioni privilegiate (c.d. doppio binario sanzionatorio).

Come in passato, è stata riconosciuta all'Autorità Giudiziaria, la possibilità di aumentare fino al triplo la sanzione pecuniaria, ma rispetto al passato, una novità riguarda il fatto che può essere aumentata anche fino al maggior importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito qualora si rilevi una grave offensività del fatto, qualità personali del reo o entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato.

Le novità introdotte sul piano preventivo riguardano l'istituzione del registro delle persone in possesso di informazioni privilegiate e l'*internal dealing*.

Il registro delle persone che possono avere accesso alle informazioni privilegiate è uno strumento volto ad identificare *ex ante* le persone che, in relazione ad un determinato emittente o strumento finanziario sono in possesso di informazioni privilegiate. Esso, insieme alla trasparenza delle operazioni effettuate dai soggetti rilevanti, rappresenta una delle novità in tema di prevenzione degli illeciti, poiché è un mezzo che dovrebbe agevolare la fase di accertamento e proprio per questo motivo, dovrebbe fungere anche da strumento di prevenzione<sup>164</sup>. L'art.115-bis prescrive «*che gli emittenti quotati<sup>165</sup> e i soggetti in rapporto di controllo con essi, o le persone che agiscono in loro nome o per loro conto, devono istituire, e mantenere regolarmente aggiornato, un registro delle persone che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale, ovvero in ragione delle funzioni svolte, hanno accesso alle informazioni all'art. 114, comma 1. Spetta alla Consob stabilire le modalità di istituzione, tenuta e aggiornamento del registro stesso<sup>166</sup>».*

L'*internal dealing* impone ai soggetti che rivestono funzioni apicali all'interno dell'emittente quotato o che detengano quote significative di partecipazione al capitale sociale, l'obbligo di comunicare a Consob ed al pubblico tutte le operazioni compiute aventi ad oggetto gli strumenti finanziari emessi

---

<sup>164</sup> F. ANNUNZIATA (nt.37), p.29

<sup>165</sup> Gli emittenti quotati sono individuati dall'art. 1, comma 1, lett w) del TUF: «soggetti italiani o esteri che emettono strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati italiani».

<sup>166</sup> Per le disposizioni di attuazione vedere gli artt. da 152-bis a 152-*quinquies* del regolamento emittenti.



dall'emittente. Grazie a questa trasparenza imposta a tali soggetti, i quali potrebbero effettuare delle operazioni in virtù del possesso di informazioni privilegiate, si cerca di prevenire *l'insider trading*.

L'introduzione di questi mezzi di tutela, sia preventivi che repressivi, hanno il fine di reprimere il fenomeno dell'abuso di informazioni privilegiate, cercando di creare un mercato efficiente e di tutelare gli investitori.

## Bibliografia

- AMATI E., *La disciplina degli abusi di mercato. L'abuso d informazioni privilegiate: il reato*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2007;
- AMATO G., *L'informazione finanziaria price-sensitive*, Firenze, University Press, 2013;
- AMOROSINO S., (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 2008;
- ANNUNZIATA F., *Abusi di mercato e tutela del risparmio. Nuove prospettive nella disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2006;
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2012;
- BARTALENA A., *L'abuso di informazioni privilegiate*, Giuffrè, Milano, 1989;
- BARTULLI A. - ROMANO M., *Sulla disciplina penale dell'insider trading (Legge 17 maggio 1991, n°157)*, in *Giurisprudenza commerciale*;
- CAMPANELLI M., *Insider Trading*, Pirola Editore, Milano, 1991;
- CARBONE P.L., *Tutela civile del mercato e insider trading. Il mercato e l'Insider trading*, Cedam, Padova, 1993;
- CARBONE P.L. *Tutela civile del mercato e insider trading. Profili di comparazione*, Cedam, Padova, 1993;
- CANZIO G. - CERQUA D. - LUPARIA L.,(a cura di) *Diritto penale delle società*, Cedam, Milano, 2014
- CERQUA D., (a cura di), *Diritto penale delle società*, Tomo I, Cedam, Padova, 2009;
- FRATINI M. – GASPARRI G., *Il testo unico della finanza*, Utet giuridica, 2012;
- GIANNI F., *Market Abuse: L'informazione privilegiata e il mercato. Relazione al convegno Synergia formazione market abuse*, Milano, 16 novembre 2009;
- GIACOBBE G., (a cura di), *Scritti in memoria di Vittorio Sgroi*, Giuffrè, 2008;
- GIOVAGNOLI R. - FRATINI M., *Le sanzioni amministrative*, Giuffrè, 2009
- LINCIANO N. - MACCHIATI A., *Insider trading. Una regolazione difficile*, Il Mulino, Bologna, 2002

MACRÌ E., *Informazioni privilegiate e disclosure*, Seconda ed., Giappichelli, Torino, 2009;

MUCCIARELLI F., *L'insider trading nella nuova disciplina del d.lgs. 58/1998*, in *Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia*, 2000;

MUCCIARELLI F., *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Giuffrè, Milano, 1995;

MUSCO E., *I reati di Insider Trading*, in *Rivista penale dell'economia*, 1993;

NAPOLEONI V. (rel), *Le novità introdotte dal testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari. In particolare: la disciplina penalistica in materia di insider trading e di manipolazione del mercato mobiliare*, Incontro di studio sul tema: "I bilanci delle imprese", Frascati, 2-4 aprile 1998;

NOBILI R. - VITALE M., *La riforma delle società per azioni. Commento alla Legge 7 giugno 1974, n. 216 e ai Decreti delegati*, Giuffrè, Milano, 1975;

PAVAN G., *Abuso di informazioni privilegiate (Art.180 d.lgs. 58/1998)*, in *L'indice penale*, 2002;

PEDERZINI E., *La disciplina degli abusi di mercato. L'informazione al pubblico e la tutela del mercato*, in *Nuove leggi commentate*, 2007;

PEDERZINI E., *La disciplina degli abusi di mercato. La nozione di informazione privilegiata*, in *Nuove leggi commentate*, 2007;

PETRULLI M. - RUBINO F., *L'informazione privilegiata e gli abusi di mercato*, Halley Editrice, Avellino, 2007;

PROSPERETTI M. - COLAVOLPE A., *Le banche*, Ipsoa, 2012;

QUIRICI M. C., *Tratti evolutivi della disciplina in tema di abusi di mercato alla luce del recente recepimento della Direttiva 2003/6/CE*, in *Studi e Note di Economia*, 2006;

RABITTI - BEDOGNI C. (a cura di), *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria: commento al d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58*, Giuffrè, Milano, 1998;

RONDINELLI M., *La disciplina degli abusi di mercato. Il Ruolo della Consob nella disciplina degli abusi di mercato: funzioni e poteri*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2007;

VINCENZI S., *Gli abusi di mercato, dalle norme alle prassi operative*, Tagram edizioni scientifiche, 2012;

R.ZANOTTI, *Il nuovo diritto penale dell'economia. Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*, Sesta edizione, Giuffrè, Milano, 2008;

### ***Indice della giurisprudenza***

- Legge 7 giugno 1974 n. 216 - *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 8 aprile 1974 n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari*;
- Direttiva 89/592/CE del 13 novembre 1989 sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (*insider trading*);
- Legge 17 maggio 1991 n. 157 - *Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le società e la borsa*;
- D.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998. *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*;
- Regolamento Consob n. 11971 recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (c.d. *Regolamento Emittenti*);
- Regolamento Consob n. 16191 recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di mercati (c.d. *Regolamento Mercati*);
- Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003 relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato);
- Direttiva 2003/124/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 dicembre 2003 recante le modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la definizione

e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato;

- Direttiva 2003/125/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 dicembre 2003 recante le modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la corretta rappresentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico dei conflitti di interesse;
- Regolamento (CE) n. 2273/2003 della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la deroga per i programmi di riacquisto di azioni proprie e per le operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari;
- Direttiva 2004/72/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 29 aprile 2004, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le prassi di mercato ammesse, la definizione di informazione privilegiata in relazione ai derivati su merci, l'istituzione di un registro delle persone aventi accesso ad informazioni privilegiate, la notifica delle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione e la segnalazione delle operazioni sospette;
- Legge n. 62 del 18 aprile 2005 - *Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004*;
- Legge n. 262 del 28 dicembre 2005 - *Disposizioni la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*;